

# ZARZĄDZANIE FINANSAMI I RACHUNKowoŚĆ

---

JOURNAL OF FINANCIAL  
MANAGEMENT  
AND ACCOUNTING



4 (2) 2016

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Warszawa 2016

#### **RADA NAUKOWA (SCIENTIFIC COUNCIL)**

Prof. dr hab. Bogdan Klepacki – przewodniczący (chairman)  
Prof. Goran Andjelic  
Prof. dr Agnes Csiszarik-Kocsir  
Prof. dr hab. Anatolii Chupis  
Prof. Carlo Giannetto  
Prof. dr hab. Irena Jędrzejczyk  
Prof. Maurizio Lanfranchi  
Prof. William Meyer  
Prof. Ing. Pavol Ochoťnický  
Prof. dr Baiba Rivza  
Prof. dr hab. Henryk Runowski  
Dr hab. Judit Sági  
Prof. dr Peter Schuster  
Prof. dr hab. Maria Sierpińska  
Prof. dr Mario Strassberger  
Dr hab. Nataliia Vasilievska  
Prof. dr hab. Valeriy Zhuk  
Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki

#### **REDAKTOR NACZELNY (EDITOR-IN-CHIEF)**

Dr hab. Mirosław Wasilewski, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **ZASTĘPCA REDAKTORA NACZELNEGO (DEPUTY EDITOR-IN-CHIEF)**

Dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTORZY TEMATYCZNI (SUBJECTS EDITORS)**

Dr Magdalena Mądra-Sawicka – **finanse (finance)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Dr Grażyna Rembielak-Vitchev – **ekonomia (economy)**, Uniwersytet w Salford, Wielka Brytania  
Dr Kevin Rowles – **rachunkowość (accounting)**, Uniwersytet w Huddersfield, Wielka Brytania  
Dr Marzena Ganc – **rachunkowość (accounting)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Dr hab. Tomasz Siudek – **bankowość (banking)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTOR STATYSTYCZNY (STATISTICAL EDITOR)**

Dr hab. Joanna Kisielińska, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTORZY JĘZYKOWI (LANGUAGE EDITORS)**

Dr Adam Sułkowski, Uniwersytet w Massachusetts, Stany Zjednoczone  
Agata Cienkusz, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Redakcja czasopisma  
„Zarządzanie Finansami i Rachunkowość”  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Wydział Nauk Ekonomicznych  
ul. Nowoursynowska 166  
02-787 Warszawa  
Polska  
e-mail: zfir@sggw.pl

Editorial Office  
'Journal of Financial Management and Accounting'  
Warsaw University of Life Sciences – SGGW  
Faculty of Economic Sciences  
Nowoursynowska Street 166  
02-787 Warsaw  
Poland  
e-mail: zfir@sggw.pl

ISSN 2300-9683

© Copyright by Warsaw University of Life Sciences Press

Wydawnictwo SGGW, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa

tel. 22 593 55 20, fax 22 593 55 21

www.wydawnictwosggw.pl, e-mail: wydawnictwo@sggw.pl

Druk: POLIMAX s.c., ul. Nowoursynowska 161 L, 02-787 Warszawa

**SPIS TREŚCI****Dariusz St. Szydełko**

Opodatkowanie dochodów z działalności rolniczej – propozycja rozwiązań <i>The need for reform of the income tax for agricultural producers .....</i>	5
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---

**Jacek Tomaszewski**

Fundusze inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Europie – struktura i trendy rozwojowe <i>Socially responsible investment funds in Europe – development trends .....</i>	17
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

**Dariusz Filip**

Pomiar wyników oraz ryzyka polskich funduszy inwestycyjnych <i>The measurement of performance and risk of Polish mutual funds .....</i>	27
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

**Hanna Sikacz**

Grupa kapitałowa jako specyficzny podmiot raportujący informacje finansowe i niefinansowe <i>Reporting of financial and non-financial information of capital groups .....</i>	45
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

**Aron Szennay**

Possibilities of corporate financial and non-financial performance measurement .....	59
-----------------------------------------------------------------------------------------	----

**Robert Dankiewicz, Yuriy Klapkiv, Lesław Niemczyk**

Podstawy teoretyczne rachunkowości kapitału intelektualnego dla zakładów ubezpieczeń <i>Basic principles of intellectual capital accounting for insurance companies .....</i>	71
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----



## OPODATKOWANIE DOCHODÓW Z DZIAŁALNOŚCI ROLNICZEJ – PROPOZYCJA ROZWIĄZAŃ

Dariusz St. Szydełko  
Wydział Prawa i Administracji  
Uniwersytet Warszawski

**Abstrakt.** Podatek rolny jest jednym z najstarszych wciąż obowiązujących obciążeń prawnopodatkowych występujących w polskim systemie podatkowym. Dynamiczny rozwój wsi, szczególnie po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, uwydatnił wiele archaicznych cech przedmiotowego podatku. Dodatkowym impulsem do zmian legislacyjnych w zakresie opodatkowania gospodarstw rolnych powinien być także wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 26 października 2010 r., sygn. akt: K 58/07, stwierdzający niekonstytucyjną dyskryminację pozytywną rolników jako grupy społecznej, która *in genere* jest dotowana przez budżet państwa (poprzez rolniczy system ubezpieczeń społecznych). Autor stawia sobie za cel ocenę obecnego stanu prawnego w zakresie podatku rolnego, a także opisanie jednej z metod określania dochodu gospodarstwa rolnego, które mogłoby stać się przedmiotem opodatkowania nowego podatku dochodowego. Ze względu na istotne powiązanie gospodarstw rolnych z lokalną społecznością nowy podatek powinien być, podobnie jak podatek rolny, podatkiem lokalnym.

**Słowa kluczowe:** podatek dochodowy, podatek rolny, dochód, współczynnik standardowej produkcji

### WSTĘP

Producenci rolni, podobnie jak wiele innych grup zawodowych, cieszą się znacznymi przywilejami, zwłaszcza od 2004 r., tj. momentu wejścia Polski do struktur Unii Europejskiej. Poza dotacjami bezpośrednimi oraz dużymi dopłatami do tak potrzebnej modernizacji polskiej wsi, gospodarstwa rolne są również uprzywi-

lejowane poprzez polski system podatkowy. Konieczność reformy obciążeń publicznoprawnych nakładanych na producentów rolnych jest nieuchronna i wynika z wielu czynników, które zostaną opisane w dalszej części pracy. Autor stawia sobie za cel ocenę obecnego stanu prawnego w zakresie podatku rolnego, a także opisanie jednej z metod określania dochodu gospodarstwa rolnego, który mógłby stać się przedmiotem opodatkowania nowego podatku dochodowego. W Polsce rolnictwo odpowiada za 3,3% PKB, a w rolnictwie, leśnictwie i łowiectwie w 2013 r. zatrudnionych było 15,6% obywateli [GUS 2015]. Dodatkowo według Powszechnego spisu rolnego z 2010 r. w Polsce funkcjonuje 2 277 613 jednostek spełniających definicję statystyczną gospodarstwa rolnego<sup>1</sup>. Ta gigantyczna skala świadczy o tym, że opodatkowanie podatkiem dochodowym działalności rolniczej może być znamienne w skutkach, a więc jest to zagadnienie warte analizy. Z uwagi na brak jednolitej definicji, na potrzeby niniejszej pracy za działalność rolniczą przyjmujemy, na wzór ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, działalność polegającą na wytwarzaniu produktów roślinnych lub zwierzęcych w stanie nieprzetworzonym (naturalnym) z własnych upraw albo hodowli lub chowu.

## OCENA PODATKU ROLNEGO

Podatek rolny obowiązuje od 1984 r. bez istotnych zmian. Od tego czasu polska gospodarka przeszła transformację i obecny system obciążeń gospodarstw rolnych nie jest przystosowany do wymogów nowoczesnej gospodarki wolnorynkowej. Pewną trudność sprawia klasyfikacja polskiego podatku rolnego. Przez niektórych zaliczany jest do podatków przychodowych z uwagi na nieuwzględnianie kosztów uzyskania przychodu [Kuzińska 2001]. Modzelewski podatek rolny określa podatkiem majątkowym, wykorzystującym metodę wyceny bonitacyjnej [Modzelewski 2007]. Oznacza to, że Modzelewski nie zalicza podatku rolnego do kategorii podatków dochodowych. Swoistym kompromisem między dwoma powyżej wymienionymi poglądami jest zaliczanie przez Mastalskiego podatku rolnego do grupy podatków przychodowo-majątkowy, jako powiązanego bezpośrednio ze średnią ceną żyta [Mastalski 2006].

Obecne zainteresowanie podatkiem dochodowym od działalności rolniczej zawdzięczamy m.in. wyrokowi Trybunału Konstytucyjnego z 26 października 2010 r., w którym skład orzekający rozpoznał wniosek Rzecznika Praw Obywatelskich dotyczący zasad finansowania z budżetu państwa składek na ubezpieczenie zdrowotne rolników.

<sup>1</sup> Przy średnim obszarze użytków rolnych znajdujących się w posiadaniu gospodarstw rolnych prowadzących działalność rolniczą wynoszącym 7,96 ha.



Trybunał Konstytucyjny orzekł, że obecnie obowiązujący system ubezpieczeń społecznych rolników stanowi niekonstytucyjną dyskryminację pozytywną tej grupy społecznej, gdyż jest niezgodny z trzema artykułami Konstytucji RP, a mianowicie: art. 2, art. 32 ust. 1 oraz art. 84. Przedmiotem skargi konstytucyjnej był art. 86 ust. 2 ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych w zakresie, w jakim określa zobowiązanie państwa do finansowania składek na ubezpieczenie zdrowotne wszystkich wskazanych w nim rolników i ich domowników. Obowiązek taki ciąży na budżecie państwa bez względu na wysokość osiąganego przez producenta rolnego przychodu, a to w ocenie autora budzi największe kontrowersje. Trybunał Konstytucyjny stwierdził w swym wyroku, że omawiany przepis prawa godzi w konstytucyjną zasadę równości wszystkich obywateli wobec prawa, a także jeden z podstawowych obowiązków obywatelskich, jakim jest powinność ponoszenia ciężarów i świadczeń publicznych (w szczególności podatków). Powyższe w ocenie Trybunału Konstytucyjnego przeczy istnieniu w Polsce sprawiedliwości społecznej, która jest fundamentem demokratycznego państwa prawnego. W wyroku podkreślono, że rolnicy jako grupa społeczna, która jest traktowana przez system ubezpieczeń społecznych w sposób jednolity, są w istocie bardzo zróżnicowani.

Niestety pomimo upływu parokrotnie dłuższego czasu od wskazanego przez Trybunał Konstytucyjny 15-miesięcznego terminu na zmianę materii legislacyjnej sytuacja prawnopodatkowa gospodarstw rolnych nie nastąpiła<sup>2</sup>. Innym istotnym motywatozem do wprowadzenia ustawy o podatku dochodowym w rolnictwie jest chęć uszczelnienia prawa podatkowego. Gospodarstwa rolne, które nie są objęte powszechnym podatkiem dochodowym, mogą swobodnie handlować towarami z tradycyjnymi podmiotami gospodarczymi. Taki legalny styk podmiotów podlegających opodatkowaniu podatkiem dochodowym oraz niebędących opodatkowanymi tym podatkiem sprzyja występowaniu nadużyć. Podatek rolny w spetryfikowanej formie konserwuje obecny ustrój polskiej wsi, nie motywując do modernizacji. Obok bardzo bogatych producentów rolnych na wsi żyje również bardzo wiele osób niezamożnych: 60% osób żyjących w naszym kraju w skrajnym ubóstwie to mieszkańcy wsi [Nurzyńska i Wilkin 2016]. Współczynnik Gi-

<sup>2</sup> Za pośrednie działanie legislacyjne należy uznać wprowadzenie ustawy z 13 stycznia 2012 r. o składkach na ubezpieczenie zdrowotne rolników za lata 2012–2014 (Dz.U. 2012 r., poz. 123 ze zm.), a także późniejszą jej nowelizację obejmującą lata 2015–2016. Zgodnie z tymi regulacjami ustawowymi za rolników, którzy mają gospodarstwo mniejsze niż 6 ha przeliczeniowych, składka wciąż pośrednio pokrywana jest przez budżet państwa. Rolnicy posiadający ponad 6 ha przeliczeniowych muszą zaś płacić po 1 zł za każdy hektar za siebie, a także za domowników. Wprowadzanie wspomnianych regulacji na tak krótki okres świadczy o tym, że miały być rozwiązaniem tymczasowym.

niego dla terenów wiejskich w Polsce wynosi 0,53, co stawia polską wieś pod tym względem obok Czadu lub Konga.

W ocenie autora konstrukcja podatku rolnego, obowiązującego od 1984 r., jest archaiczna i zdecydowanie niedostosowana do aktualnych warunków ekonomicznych oraz sytuacji gospodarczej w Polsce. Powiązanie wysokości podatku z ceną żyta, która stopniowo staje się uprawą marginalną<sup>3</sup>, prowadzi do oderwania rzeczywistych kosztów i dochodów od podatku. Dodatkowo stawka podatku do końca 2013 r. była wyliczana na podstawie średniej ceny tego zboża z trzech ostatnich kwartałów, przez co cechowała ją duża fluktuacja stawek podatku. Między latami 2010 a 2012 nominalnie obciążenie podatkiem rolnym wzrosło o ponad 100%, co jest niespotykanym zjawiskiem w żadnym innym polskim podatku. Na brak korelacji między stawką podatku a efektywnością ekonomiczną gospodarstwa rolnego wskazuje wiele analiz [Goraj i in. 2012].

Brak jakiegokolwiek powiązania wysokości podatku z sytuacją osobistą, rodzinną czy majątkową podatnika powoduje, iż podatek rolny w zasadzie nie zależy od zdolności płatniczej podatnika. Powierzchnia 1 ha, która jest graniczną wielkością uwzględnianą przy opodatkowaniu, i różne opodatkowanie gruntów rolnych wchodzących w skład gospodarstwa rolnego (równowartość 2,5 q żyta za 1 ha przeliczeniowy) i niewchodzących w jego skład (równowartość 5 q żyta za 1 ha fizyczny) są sztucznymi miernikami. Zachęca do tworzenia „fikcyjnych” gospodarstw poprzez dokupowanie gruntów niższych klas, często korzystających ze zwolnienia od podatku, po to, aby płacić niższy, preferencyjny podatek rolny, nawet wówczas gdy z ekonomicznego punktu widzenia wystarczająca jest powierzchnia mniejsza niż 1 ha. Takie rozwiązanie konstrukcyjne nie sprzyja poprawie struktury obszarowej rolnictwa ani racjonalnej gospodarce ziemią. Wiele sprzeczności w konstrukcji podatku rolnego jest wynikiem m.in. tego, że jest on podatkiem o przestarzałej konstrukcji, niedostosowanej do nowych warunków ekonomicznych. Przyjęty w ustawie wybór naturalnego miernika jako przelicznika wysokości obciążeń i uzależnienie wysokości podatku o największym znaczeniu fiskalnym w rolnictwie od liczby hektarów przeliczeniowych, aktualnie jest pewnym anachronizmem.

Poza ograniczoną funkcją fiskalną podatek rolny nie pełni skutecznie żadnych innych funkcji. Tymczasem funkcja stymulacyjna mogłaby mieć istotny wpływ motywujący do modernizacji polskiego sektora rolnego. Co prawda ustawa o podatku rolnym zakłada ulgę inwestycyjną, jednak z uwagi na małą kwotę tego podatku nie stanowi ona wystarczającej motywacji do modernizacji polskiego rolnictwa. Dodatkowo rzeczywisty rozmiar ulgi inwestycyjnej został ograniczony poprzez możliwość dokonywania odliczeń kwot z tytułu tej samej inwestycji maksymalnie do 15 lat. Kolejnym ograniczeniem jest rozwiązanie zawarte w art. 13

<sup>3</sup> Uprawy tej rośliny stanowią 5,16% wszystkich upraw zgłoszonych we wnioskach o dopłaty bezpośrednie Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa.



ust. 2 ustawy o podatku rolnym, tj. możliwość odliczenia ulgi od należnego podatku rolnego wyłącznie od gruntów położonych na terenie gminy, w której została dokonana inwestycja. Brak definicji wielu określeń ustawowych i wątpliwości interpretacyjne regulacji prawnych [Suchoń 2007] czynią tę konstrukcję ułomną i trudną do zastosowania. Z kolei ulgi rodzinne mogłyby stymulować potencjał demograficzny tkwiący na polskiej wsi.

Biorąc pod uwagę obecną strukturę gospodarstw rolnych w Polsce i duży udział w niej gospodarstw o profilu produkcji zwierzęcej lub produkcji mieszanej (roślinno-zwierzęcej), wręcz absurdalny wydaje się całkowity brak opodatkowania hodowli zwierząt, poza tą zaliczaną do specjalnych działów produkcji rolnej.

## **WSPÓŁCZYNNIK STANDARDOWEJ PRODUKCJI JAKO WYZNACZNIK DOCHODU W GOSPODARSTWIE ROLNYM**

Dużą trudność przy określaniu skutków wprowadzenia podatku dochodowego w rolnictwie dla gospodarstw rolnych oraz budżetów gmin sprawia brak danych bazowych. Obecnie rolnicy nie mają obowiązku prowadzenia ewidencji księgowo-podatkowej i często sami mają problem z określeniem sytuacji finansowej zarządzanego przez siebie gospodarstwa. W ocenie autora najlepszym źródłem wiedzy o sytuacji finansowej producentów rolnych są dane FADN (Farm Accountancy Data Network) unijnego systemu zbierania danych rachunkowych z gospodarstw rolnych. Podstawą prawną funkcjonowania Polskiego FADN jest ustawa z 29 listopada 2000 r. o zbieraniu i wykorzystywaniu danych rachunkowych z gospodarstw rolnych. Ustalony rozmiar próby Polskiego FADN liczy 12,1 tys. gospodarstw, które reprezentują ok. 730 tys. gospodarstw rolnych, znajdujących się w polu obserwacji Polskiego FADN. W badanej próbie występują zarówno gospodarstwa indywidualne, jak i gospodarstwa prowadzone w formie osób prawnych, głównie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i rolnicze spółdzielnie produkcyjne.

Jak wynika z relacji prasowych<sup>4</sup> z 2012 r., jednym z podstawowych założeń ministra właściwego do spraw wsi była neutralność wprowadzanych rozwiązań dla budżetu. Oznacza to, że w wyniku wprowadzenia reformy podatku rolnego budżet państwa oraz budżety jednostek samorządu terytorialnego miałyby zachować obecny poziom wpływów budżetowych. Jest to zapewne argument, który miał ograniczyć niechęć podatników do nowego podatku oraz stworzyć wrażenie, że w wyniku reformy podatku ich aktywa nie zostaną uszczuplone. Nawet gdyby udało się zrealizować tą niezwykle trudną sztukę, to podatnicy musieliby pono-

<sup>4</sup> Oficjalna strona internetowa czasopisma Farmer: <http://www.farmer.pl/finanse/podatki-rachunkowosc/aktualnosc/neutralny-podatek-dochodowy-dla-rolnikow,38264.html> (dostęp 25.10.2016).



sić koszty usług księgowych, co wiąże się z wydatkiem rządu co najmniej 100 zł miesięcznie. W ocenie autora nie ulega wątpliwości, że dla wielu gospodarstw stanowiłoby to istotny wydatek, który mógłby nawet przewyższyć obciążenia podatkowe. Bardzo istotną negatywną konsekwencją *status quo* jest niesprawiedliwość zarówno wewnętrzna (wewnątrz grupy społecznej rolników), jak i zewnętrzna (pomiędzy rolnikami oraz innymi grupami społecznymi).

Można wskazać wiele różnych kierunków reformy obciążeń podatkiem dochodowym. Wydaje się, że śladem wszystkich innych krajów Unii Europejskiej [Pawłowska-Tyszko 2013] konieczne jest włączenie rolników do powszechnego systemu podatkowego. Należy jednak pamiętać, że rolnictwo jest na tyle specyficzną i odrębną działalnością, iż uzasadnione jest przyjęcie daleko idących, preferencyjnych metod ustalania dochodu. Dziemianowicz podkreśla, że konstrukcja podatku powinna uwzględniać m.in. sezonowość, uzależnienie od warunków klimatycznych, mniejszą efektywność czy też konieczność utrzymania i wyrównania dochodów w nim uzyskiwanych z innymi działami gospodarki [Dziemianowicz 2007]. Dla obliczenia nowego podatku dochodowego, któremu podlegałyby gospodarstwa rolne, konieczne jest ustalenie ich przychodu oraz kosztów uzyskania przychodu lub zastosowanie metody szacunkowej. W ocenie autora jedną z najlepszych metod jest zastosowanie współczynnika standardowej produkcji. Jest to jednolity parametr ekonomiczny funkcjonujący w całej Unii Europejskiej od 2010 r.

Rozporządzenie Komisji (WE) 1242/2008 zobowiązuje każde państwo członkowskie do opracowania zestawu regionalnych współczynników standardowej produkcji dla działalności rolniczych według listy działalności Badania struktury gospodarstw rolnych (BSGR). Jak dowiadujemy się z podręcznika metodologicznego do typologii gospodarstw w Unii Europejskiej standardowa produkcja jest to średnia z pięciu lat wartość produkcji określonej działalności roślinnej lub zwierzęcej uzyskiwana z 1 ha lub od jednego zwierzęcia w ciągu roku, w przeciętnych dla danego regionu warunkach [EC 2009]. Działalność rolna, ściśle uzależniona od czynników zewnętrznych, na które producent rolny nie ma wpływu, jest bardzo zmienna. Czynniki takimi mogą być np. susza, powódź, embargo na kluczowym rynku zbytu czy wyjątkowy urodzaj innej części globu. Najprawdopodobniej mając to na względzie, autorzy współczynnika standardowej produkcji do obliczania średniego dochodu rocznego przyjmują średnią wartość z ostatnich pięciu lat.

Współczynnik standardowej produkcji opisuje 12-miesięczny okres produkcji. Cykl produkcyjny działalności rolniczej, szczególnie w naszej strefie klimatycznej, bardzo często nie pokrywa się z 12-miesięcznym rokiem kalendarzowym. W przypadku działalności, dla których cykl produkcyjny jest krótszy niż 12 miesięcy (np. produkcja trzody chlewnej), współczynnik standardowej produkcji danej działalności przeliczany jest z uwzględnieniem średniej liczby cykli produkcyjnych w tym okresie (np. dla zwierząt – liczby rzutów przypadających

na jedno stanowisko w roku, np. trzy cykle hodowli trzody chlewnej w roku przy tzw. cyklu otwartym). Z kolei w przypadku działalności, dla których cykl produkcyjny jest dłuższy niż 12 miesięcy, standardowa produkcja danej działalności została skorygowana do 12-miesięcznego cyklu produkcyjnego (np. uprawa brzozy energetycznej lub krzewów lub drzew sadowniczych). Standardowa produkcja ustalana jest na poziomie regionalnym, tj. dla wydzielonych regionów rolniczych charakteryzujących się wspólnymi, znaczącymi cechami. Polska, będąca dużym i zróżnicowanym rolniczo krajem, została podzielona na cztery makroregiony: Pomorze i Mazury, Wielkopolskę i Śląsk, Mazowsze i Podlasie, Małopolskę i Pogórze. Podział ten został określony w załączniku 1 do aneksu do traktatu o przystąpieniu Rzeczypospolitej do Unii Europejskiej [Rozporządzenie Komisji...]. Standardowa produkcja, jak sama nazwa wskazuje, musi odzwierciedlać standardową sytuację w regionie, w „normalnych” warunkach produkcyjnych, dlatego też, w przypadku występowania istotnych anomalii produkcyjnych, np. wystąpieniu plagi agrofagu niszczącego dużą część produkcji w regionie możliwe jest wyłączenie tego roku z wyliczenia średniej. Straty powstałe w trakcie produkcji są uwzględniane w obliczaniu współczynników standardowej produkcji.

Wytyczne standardowej produkcji precyzyjnie definiują strukturę wartości produkcji dla produkcji roślinnej i zwierzęcej. W jej skład wchodzi sprzedaż, zużycie w gospodarstwie rolnym (np. na siew, na paszę), zużycie w gospodarstwie domowym (np. spożycie), zmiany stanu zapasów. W wartości produkcji nie są uwzględniane dopłaty bezpośrednie. Wartość produkcji danej działalności jest sumą wartości produktu głównego i ubocznego. Są one określane według cen netto, tj. bez podatku od towarów i usług, a także bez uwzględnienia kosztów transportu i kosztów marketingowych czy marży dla pośrednika. Jest to zatem cena na terenie gospodarstwa, a nie wartość, jaką musi zapłacić konsument.

Przy obliczaniu wartości produkcji w przypadku produkcji zwierzęcej przyjmuje się jedynie koszt wymiany stada, czyli koszt stanowiący wartość zwierzęcia, które wchodzi do stada w miejsce zwierzęcia wychodzącego ze stada, zgodnie z programem brakowania wynikającym z okresu użytkowania produkcyjnego zwierząt.

W przypadku produkcji roślinnej w celu obliczenia wartości produkcji sumuje się produkt główny oraz ewentualne produkty uboczne, jeżeli takowe występują. I tak, dla przykładu, w uprawie buraka cukrowego produktem głównym jest tenże burak, a produktem ubocznym wysłodka buraczana, która jest świetnym uzupełnieniem diety zwierząt hodowlanych, gdyż składa się w ok. 80% z węglowodanów. Podobnie dla produkcji zwierzęcej do obliczenia wartości standardowej produkcji brana jest pod uwagę wartość produktu głównego oraz produktu ubocznego, jednak pomniejsza się ją o koszt. W przypadku hodowli bydła mlecznego produktem głównym jest mleko, produktem ubocznym może być np. mięso wołowe, a kosztem



jest np. koszt wymiany stada. Standardowa produkcja z określonej działalności rolniczej obliczana jest z 1 ha uprawy lub od jednego stanowiska/zwierzęcia<sup>5</sup>.

Współczynniki standardowej produkcji wyrażane są w euro. W państwach członkowskich, w których waluta ta nie jest podstawowym środkiem płatniczym, współczynniki przeliczane są na euro przy użyciu średnich kursów wymiany walut z okresu referencyjnego.

Dochód, którego źródłem jest działalność rolnicza, powinien być opodatkowany odrębną stawką. Jako optymalną w przypadku podatku rolnego wskazuje się wartość na poziomie od 6 do 8% przeciętnego dochodu z 1 ha [Hanusz 1996]. Na podstawie danych statystycznych można zaobserwować, że podatek rolny w stosunku do osiągniętych dochodów jest dużo mniejszy. W latach 2004–2009 wartość obciążeń tym podatkiem kształtowała się od 1,38 do 1,55% [Forfa 2011]. Bazując na powyższych wytycznych, autor w późniejszych obliczeniach przyjmie stawkę w wysokości 6%.

Korzystając z powyższej procedury, teoretyczne gospodarstwo spełniające następujące cechy:

- a) znajduje się w województwie podlaskim;
- b) posiadające uprawę 20 ha kukurydzy z przeznaczeniem na kiszonkę (połowa z tych gruntów ornych znajduje się w II okręgu podatkowym i zaliczana jest do klasy IIIb, a druga połowa znajduje się w III okręgu podatkowym i zaliczana jest do klasy IVa;
- c) prowadzące hodowlę 20 krów mlecznych w wieku ponad 2 lata, osiąga współczynnik standardowej produkcji w wysokości 46 192,80 euro, co przy przeliczeniu na złotówki (kurs na ostatni dzień września 2016 r.) oraz uwzględnieniu stawki podatku (6%) daje zobowiązanie podatkowe w wysokości 11 945,45 zł. Szacuje się, że dochód gospodarstw o profilu produkcji mlecznej w 2011 r., hodujących do 20 krów mlecznych, wyniósł średnio 67 519,54 zł [Wysokiński i Klepacki 2013]<sup>6</sup>. Zakładając, że wspomniane wyżej teoretyczne gospodarstwo osiągnęłoby taki dochód wykazany w księdze rachunkowej i byłoby opodatkowane stawką liniową (19%), jego należność tytułem podatku dochodowego wyniosłaby 12 258,71 zł, a więc poziom zbliżony do wyniku obliczonego na podstawie współczynnika standardowej produkcji. Dla porównania to samo gospodarstwo obciążone jest podatkiem rolnym w wysokości 1 155,625 zł. Tak duża różnica w wielkości zobowiązania podatkowego wynika m.in. z tego, że podatek rolny nie uwzględnia hodowli zwierząt, które w badanym gospodarstwie stanowią istotny składnik majątku i środków pro-

<sup>5</sup> Poza trzema wyjątkami dla: grzybów jadalnych, drobiu i pszczół.

<sup>6</sup> Opracowanie powstało na podstawie danych FADN zebranych z 115 gospodarstw mlecznych z regionu Mazowsze i Podlasie.

dukcji. Należy jednak zaznaczyć, że obliczenia powstałe na przykładzie pojedynczego gospodarstwa nie pozwalają wyciągnąć wiarygodnych wniosków.

Zastosowanie opisanego wcześniej współczynnika jako podstawy opodatkowania w nowym podatku dochodowym producentów rolnych ma wiele atutów. Przede wszystkim rolnicy już teraz częściowo są do niego przyzwyczajeni z uwagi na to, że wiele działań w ramach Programu Rozwoju Obszarów Wiejskich posługuje się wskazaną wartością do oceny gospodarstw rolnych (w tym najpopularniejsze – operacja typu „Modernizacja gospodarstw rolnych” oraz poddziałanie „Premia dla młodych rolników”). Większość danych niezbędnych do obliczenia standardowej produkcji (powierzchnia oraz rodzaj uprawy, a także liczba sztuk zwierząt hodowlanych) są od wielu lat szczegółowo gromadzone przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa do wyliczania dopłat bezpośrednich. Ogrom danych, jakimi dysponuje instytucja, a którymi mogłaby podzielić się z organami skarbowymi, jest nieporównywalna z jakimikolwiek badaniami lub zbiorami danych.

W 2015 r. o dopłaty bezpośrednie wnioskowało 1,35 mln producentów rolnych. Dane Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa pozwoliłyby na oszacowanie obliczenia podatku. Deklaracja podatkowa wstępnie uzupełniona przez rolnika musiałaby jedynie zostać zatwierdzona. Takie rozwiązanie umożliwiłoby uwolnienia producentów rolnych od obowiązku prowadzenia uciążliwej ewidencji podatkowej. Zbliżony sposób obliczania dochodu funkcjonuje z powodzeniem od wielu lat we Francji. Jedną z trzech metod opodatkowania dochodów rolniczych, bazującą na obliczeniach z wykorzystaniem dochodu szacunkowego, jest system podatku ryczałtowego (fr. *forfait collectif*). W metodzie tej podstawą wyliczenia rolniczego zysku ryczałtowego jest średni osiągnięty zysk z 1 ha gruntu uprawnego lub klasy zwierzęcia określany dla każdego rodzaju uprawy lub gospodarstwa w danym regionie rolniczym (departamencie lub jego części) [Pawłowska-Tyszko 2013]. Metoda ta jest niezwykle popularna. W 2007 r. ok. 60% rolników obliczyła przy jej użyciu swoje zobowiązanie podatkowe [Parsche i in. 2000].

## PODSUMOWANIE

Określenie przypuszczalnego terminu reformy systemu podatkowego sprawia trudności, gdyż był on wielokrotnie przekładany. Z uwagi na duże znaczenie branży rolno-spożywczej w polskiej gospodarce (szczególnie branży spożywczej w sprzedaży zagranicznej, w 2015 r. stanowiła 13,2% ogółu polskiego eksportu) [ARR 2016], zagadnienie opodatkowania działalności rolniczej powinno mieć większą wagę. Tymczasem żadna z partii politycznych, reprezentowanych w polskim parlamencie, nie sprawia wrażenia zainteresowanej zmianą *status quo*. Reforma systemu podatkowego może doprowadzić do uwolnienia potencjału pol-



skiej prowincji i zwiększenia efektywności ekonomicznej gospodarstw rolnych, ale niesie za sobą wiele zagrożeń. W ocenie autora jednym z głównych niebezpieczeństw jest polityczna cena, jaką przyjdzie zapłacić partii politycznej, która przeprowadzi reformę. Niezależnie jednak od tego, kiedy i w jakiej formie wprowadzony będzie nowy podatek, będzie miał on niewątpliwie istotne znaczenie nie tylko dla samych gospodarstw rolnych, ale również budżetów gmin wiejskich oraz wiejsko-miejskich. Sposób obliczania podstawy opodatkowania w nowym podatku dochodowym, którym objęci byłiby producenci rolni, opisany w niniejszej pracy w dużym stopniu odciążąłyby władze lokalne, które obecnie są organem podatkowym podatku rolnego. Mnogość danych, którymi już teraz dysponują agencje rządowe, pozwala na projekcje skutków wprowadzenia podatku dla budżetu państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego. Oczywiście ustalanie dochodu z wykorzystaniem współczynnika standardowej produkcji nie byłoby jedyną metodą ustalania podstawy opodatkowania. Obok niej powinna funkcjonować fakultatywna możliwość prowadzenia ksiąg rachunkowych.

## Spis literatury

- ARR 2016: Polski handel zagraniczny towarami rolno-spożywczymi w 2015 r., Biuro Analiz i Programowania, Warszawa.
- CIA 2003: The World Factbook 2002. Field Listing – Distribution of family income – Gini index, pobrane z [www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2172.html](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2172.html).
- DZIEMIANOWICZ I. 2007: Efektywność systemu opodatkowania rolnictwa. Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- EC 2009: Typology Handbook, RI/CC 1500 Rev. 3. Brussels.
- Europejskie badanie dochodów i warunków życia (EU-SILC) w 2013, pobrane z [ec.europa.eu/eurostat/web/income-and-living-conditions/data/database](http://ec.europa.eu/eurostat/web/income-and-living-conditions/data/database).
- FORFA M. 2011: Podatek rolny a rozwój gospodarstw rolnych, Zeszyty Naukowe SGGW, EiOGŻ 89, s. 75–82.
- GORAJ L., NENEMAN J., ZAGÓRSKI M. 2014: Uwarunkowania i konsekwencje opodatkowania rolnictwa w Polsce, Forum Inicjatyw Rozwoju Fundacji Europejski Fundusz Rozwoju Wsi Polskiej, Warszawa.
- GUS 2015: Rocznik statystyczny rolnictwa 2014, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.
- HANUSZ A. 1996: Polityka podatkowa w zakresie różnicowania obciążeń dochodów rolniczych, Rozprawy Habilitacyjne 57, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- KUZIŃSKA H. 2001: Finanse publiczne, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa.
- MASTALSKI R. 2006: Prawo podatkowe, C.H. Beck, Warszawa.



- MODZELEWSKI W. 2007: Prawo podatkowe. Wstęp do nauki polskiego prawa podatkowego. Zeszyt 174. Instytut Studiów Podatkowych Modzelewski i Wspólnicy, Warszawa.
- NURZYŃSKA I., WILKIN J. 2016: Raport o stanie wsi. Polska wieś 2016, Fundacja na rzecz Rozwoju Polskiego Rolnictwa, Warszawa.
- PARSCHE R., HAUG P., MARCELO A., WOON NAM C., REICHL B. 2000: Internationaler Vergleich der Systeme zur Besteuerung der Land und Forstwirtschaft, Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung, Monachium.
- PAWŁOWSKA-TYSZKO J. 2013: Systemy podatkowe w krajach Unii Europejskiej, Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej, Warszawa.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 730/2004 z dnia 19 kwietnia 2004 r. dostosowujące rozporządzenie (EWG) nr 1859/82 dotyczące wyboru gospodarstw przekazujących dane do celów określania dochodów gospodarstw rolnych w następstwie przystąpienia Republiki Czeskiej, Estonii, Cypru, Łotwy, Litwy, Węgier, Malty, Polski, Słowenii i Słowacji do Unii Europejskiej, Dz.U. L 113 20/04/2004 P. 0008–0013.
- SUCHOŃ A. 2007: Zmiana wysokości czynszu w czasie trwania stosunku dzierżawy gruntów rolnych. Przegląd Prawa Rolnego 1, s. 275–292.
- Ustawa z 29 listopada 2000 r. o zbieraniu i wykorzystywaniu danych rachunkowych z gospodarstw rolnych. Dz.U. 2001 r. nr 3, poz. 20 ze zm.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2004 r. o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych. Dz.U. 2004 r. nr 210, poz. 2135 ze zm.
- Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 26 października 2010 r., sygn. akt: K 58/07.
- WYSOKIŃSKI M., KLEPACKI B. 2013: Poziom i parytet dochodów gospodarstw mlecznych o różnym stopniu koncentracji produkcji, Zagadnienia Ekonomiki Rolnej 4 (337), s. 60–73.

## THE NEED FOR REFORM OF THE INCOME TAX FOR AGRICULTURAL PRODUCERS

**Abstract.** Agricultural tax is one of the oldest still existing burdens occurring in our tax system. The dynamic development of the rural areas, especially after the Polish accession to the European Union, emphasized many archaic features of that tax. An additional motivator to legislative changes in the taxation of farms should also be Constitutional Court's judgment of 26 October 2010, act signature: K 58/07, declaring unconstitutional farmers discrimination as a social group, which in general is subsidized by the state budget (through the agricultural system of social insurance). Judgment mentioned above imposes on the legislature the duty of the social stratification in farmers of their income, which in the author's opinion, can be achieved through the introduction of a new income tax. The author aims to assess the current legal status in the field of agricultural tax, as well



as to describe one of the methods for determining farms income, which could be tax base of new income tax. Due to the significant connection of farms with the local community the new tax should also be the local tax, like the old agricultural tax. Therefore, these subjects are important for budgetary income of rural municipalities.

**Key words:** income tax, agricultural tax, income, standard output





## FUNDUSZE INWESTYCJI ODPOWIEDZIALNYCH SPOŁECZNIE W EUROPIE – STRUKTURA I TRENDY ROZWOJOWE

Jacek Tomaszewski  
Katedra Rynków Kapitałowych  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Abstrakt.** Celem opracowania jest ocena skali i dynamiki rozwoju sektora inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI) w Europie. W badaniu skoncentrowano się na analizie aktywności funduszy inwestycyjnych dostępnych dla inwestorów detalicznych ze względu na dostępność obiektywnych danych źródłowych uwzględniających rygorystyczne definicje inwestycji SRI. Badanie potwierdza dynamiczny rozwój skali inwestycji SRI, zwłaszcza w okresie po kryzysie finansowym, przy znacznym zróżnicowaniu geograficznym tej aktywności. Za istotnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi inwestycji SRI należy uznać regulacje prawne wspierające tego rodzaju działalność w liderujących państwach.

**Słowa kluczowe:** fundusze inwestycyjne, inwestycje odpowiedzialne społecznie, zarządzanie aktywami

### WSTĘP

Inwestowanie odpowiedzialne społecznie (*SRI* – ang. *socially responsible investing*) to strategia inwestowania, w której ważnym czynnikiem wyboru portfela inwestycyjnego jest selekcja aktywów ze względu na ocenę, czy podmioty wybierane do portfela działają odpowiedzialnie (etycznie), czy też nie.

Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych wzrasta bardzo dynamicznie od początku bieżącego wieku, a w szczególności po 2008 r., czyli od czasu globalnego kryzysu finansowego, który niewątpliwie nadwyrężył zaufanie inwestorów do instytucji finansowych oraz podważył zasadność czysto finansowych kryte-

riów inwestowania. Rośnie znaczenie aspektów etycznych i działalności odpowiedzialnej społecznie.

Jednocześnie trwa wciąż dyskusja na temat samej definicji pojęcia inwestycji odpowiedzialnych społecznie, co utrudnia identyfikację skali i charakteru zjawiska [Jedynak 2011]. Najbardziej ogólne definicje inwestycji SRI charakteryzują je jako umożliwiające powiązanie celów finansowych z wartościami społecznymi [Munoz-Torres et al. 2004], bardziej nowoczesne uwzględniają integrację odpowiedzialności społecznej i dbałości o środowisko [Rachocka 2007], a najszersze definicje wskazują, że termin ten obejmuje etyczne inwestycje, odpowiedzialne inwestycje, inwestycje zrównoważone oraz wszelkie inne procesy inwestycyjne, które łączą cele finansowe inwestorów z ich troską o zagrożenia środowiskowe, społeczne i z zakresu ładu korporacyjnego [European SRI Study 2014].

Celem opracowania jest prezentacja struktury i identyfikacja trendów rozwojowych w zakresie inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Europie, na podstawie obiektywnych danych rynkowych pochodzących bezpośrednio od inwestorów profesjonalnych.

## METODOLOGIA BADAŃ

Jednym z głównych źródeł danych o skali inwestycji odpowiedzialnych społecznie są raporty sporządzane przez regionalne oddziały The Forum for Sustainable and Responsible Investment (SIF). Poważną wadą tych danych jest jednak ankietowy sposób gromadzenia informacji, co w połączeniu z brakiem jednolitej definicji inwestycji odpowiedzialnych społecznie i zróżnicowaną metodologią prowadzonych ankiet skutkuje dużą dowolnością odpowiedzi udzielanych przez ankietowane podmioty, a w konsekwencji ograniczoną wiarygodnością danych.

Alternatywnym źródłem danych mogą być publiczne informacje o składzie portfeli inwestycyjnych, pozwalające ocenić rzeczywiste, a nie jedynie deklaratywne zaangażowanie w inwestycje SRI. W tym przypadku podstawowym ograniczeniem jest dostępność danych. Tylko niektóre grupy inwestorów mają bowiem obowiązek publikacji regularnych informacji o składzie swoich portfeli i realizowanych strategiach inwestycyjnych. Przykładem takiej grupy inwestorów instytucjonalnych są fundusze inwestycyjne, w szczególności fundusze oferujące swoje produkty szerokiej rzeszy inwestorów, w tym inwestorom detalicznym (nieprofesjonalnym).

W niniejszym badaniu jako podstawowe źródła informacji wykorzystano raporty agencji ratingu społecznego Vigeo Rating. Raporty zatytułowane „Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market” prezentują dane na temat europejskich funduszy inwestycyjnych realizujących strategię SRI, dostępnych dla inwestorów detalicznych. Raporty są przygotowywane we współpracy z firmą



Morningstar, prowadzącą jedną z największych dostępnych na świecie baz danych na temat aktywów i wyników funduszy inwestycyjnych. Raport przyjmuje wąską i precyzyjną definicję funduszu SRI, uwzględniając wyłącznie fundusze spełniające łącznie trzy warunki:

- wykorzystanie kryteriów selekcji aktywów portfela opartych na ocenie czynników etycznych, społecznych lub środowiskowych,
- jednoznaczne promowanie funduszu jako podmiotu realizującego strategię inwestycji odpowiedzialnych społecznie,
- dostępność tytułów uczestnictwa funduszu dla inwestorów detalicznych.

Taka definicja SRI oznacza, że baza danych nie uwzględnia funduszy deklarujących wykorzystanie kryteriów społecznej odpowiedzialności biznesu do konstrukcji portfela, ale nie promowanych jako strategii odpowiedzialności społecznej oraz funduszy „tematycznych” inwestujących w branżę uznawane za odpowiedzialne społecznie („czysta energia” itp.) z powodów czysto finansowych. Najnowsza wersja raportu, opublikowana w 2014 r. uwzględnia dane z rynków 12 krajów europejskich (Austria, Belgia, Dania, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Norwegia, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy). Warto również zauważyć, że przyjęcie wspomnianej wcześniej definicji funduszu SRI pozwala uznać fundusze uwzględnione w bazie Vigeo za społecznie odpowiedzialne produkty finansowe w rozumieniu definicji Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego (EKES) przyjętej w 2011 r. [Krupa 2012].

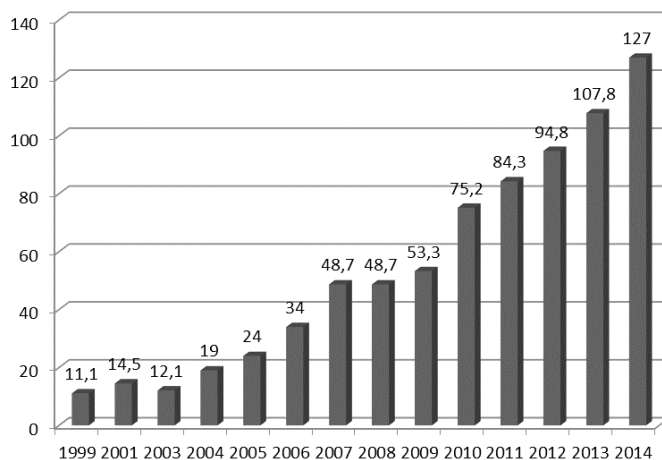
Uzupełnieniem bazy danych Vigeo były dane gromadzone przez KPMG Luxembourg, w ramach „European Responsible Investing Fund Survey”. Historia badań KPMG jest znacznie krótsza niż bazy Vigeo i sięga jedynie 2010 r., badania obejmują jednak szerszą populację instytucji. Choć KPMG, podobnie jak Vigeo, analizuje wyłącznie fundusze inwestycyjne otwarte, dostępne dla inwestorów detalicznych i deklarujące stosowanie zasad SRI jako podstawę swoich strategii inwestycyjnych, to badanie KPMG obejmuje fundusze zarejestrowane we wszystkich państwach europejskich (plus Kajmany i Bermudy), stosuje również szerszą definicję inwestycji SRI, obejmującą m.in. inwestycje społeczne (ang. *impact investing*), mikrofinansowanie oraz inwestycje religijne (ang. *faith-based*) i zgodne z zasadami szariatu.

W badaniu wykorzystano również dane z baz danych EFAMA (European Fund and Asset Management Association) w odniesieniu do całkowitej skali aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne.

## WYNIKI BADAŃ

Analizując bazy danych Vigeo, można zaobserwować dynamiczny wzrost skali aktywów zarządzanych przez fundusze SRI od początku XXI w. (rysunek 1).



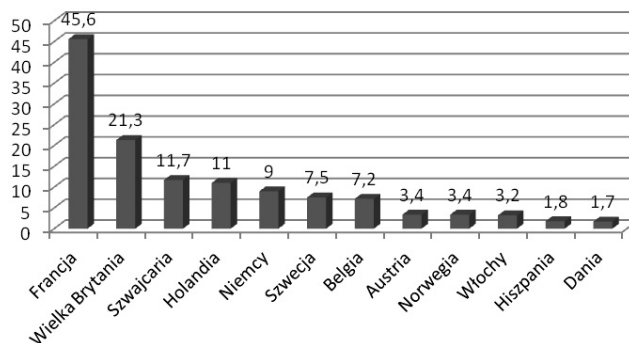


**RYСУNEK 1.** Wartość nominalna aktywów detalicznych funduszy SRI w Europie (mld EUR)

Źródło: Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market 2014 Review [2014, s. 8].

W okresie analizowanych 15 lat liczba funduszy SRI wzrosła ze 159 do 957, a wartość zarządzanych przez nie aktywów zwiększyła się ponad 10-krotnie. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. nie odnotowano spadku wartości aktywów funduszy SRI, podczas gdy łączna wartość zarządzanych aktywów w Europie spadła w analogicznym okresie o 21%. Mogłoby to świadczyć o antycyklicznym charakterze inwestycji w funduszach SRI. Bardziej prawdopodobnym wydaje się jednak wyjaśnienie, zgodnie z którym długofalowy trend wzrostu zainteresowania inwestycjami SRI zniwelował skutki przeceny wartości aktywów funduszy w okresie bessy na rynkach akcji i generalnego odpływu kapitałów z instytucji zbiorowego inwestowania w warunkach wzrostu awersji względem ryzyka. Analizując dane w rozbiciu na kraje, można stwierdzić, że Francja jest w chwili obecnej (2014 r.) zdecydowanym liderem pod względem wartości aktywów gromadzonych w funduszach SRI, z aktywami ponaddwukrotnie większymi niż w przypadku funduszy brytyjskich, które są z kolei około dwukrotnie większe niż dla zajmującej trzecie miejsce w rankingu Szwajcarii (rysunek 2).

Jednym z głównych powodów dominacji Francji w zakresie aktywów zarządzanych przez fundusze SRI jest znacząca aktywność państwa w promowaniu tego rodzaju inwestycji, między innymi poprzez tworzenie regulacji prawnych stymulujących ich rozwój. Przykładem takich regulacji może być prawo tworzące programy emerytalne: „90/10 – fundusze solidarności społecznej” obligujące przedsiębiorstwa tworzące pracownicze programy emerytalne do umożliwienia pracownikom wyboru programu, w którym 5 do 10% aktywów jest inwestowa-



**RYSUNEK 2.** Aktywa funduszy SRI w krajach europejskich (mld EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market. 2014 Review [2014].

ne w przedsiębiorstwa posiadające desygnację solidarności społecznej. Znaczna część takich programów jest zarządzana w formie otwartych funduszy emerytalnych, uwzględnianych w bazie Vigeo. Ponadto od 2001 r. obowiązuje ustawodawstwo obligujące spółki publiczne do ujawniania w swoich raportach rocznych informacji niefinansowych dotyczących zaangażowania w obszarach ESG (environment, social, governance) [Gajdosova 2011, s. 132]. Od 2012 r. na mocy ustawy Grenelle II Act zakres obowiązków informacyjnych uległ dalszemu rozszerzeniu i objął także spółki kapitałowe niepubliczne (o przychodach min. 100 mln EUR rocznie). Wspomniane regulacje istotnie ułatwiają francuskim funduszom inwestycyjnym identyfikację celów inwestycji spełniających warunki definicji SRI. Regulacje dotyczące raportowania informacji niefinansowych z zakresu ESG zostały w ostatnich latach wdrożone również w Norwegii (1998), Szwecji (1998), Wielkiej Brytanii (2006), Danii (2009) i Hiszpanii (2011), jednak w żadnym z tych państw zakres wymogów nie jest równie szeroki jak we Francji. W Wielkiej Brytanii i Holandii istnieją również ulgi podatkowe wspierające inwestycje SRI. Warto przy tym zauważyć dużą indywidualizację czynników kulturowych stymulujących zainteresowanie inwestycjami SRI. W Wielkiej Brytanii kluczowe znaczenie odgrywa etyczny aspekt inwestycji, we Francji ich aspekt społeczny, w Niemczech i Czechach troska o ochronę środowiska, a we Włoszech społeczna nauka kościoła katolickiego. Generalnie czynniki stymulujące rozwój inwestycji SRI są silniejsze w krajach anglosaskiej i skandynawskiej strefy kulturowej, a wyraźnie słabsze w krajach kręgu kultury śródziemnomorskiej [Steurer et al. 2008].

Jednoznaczne wsparcie rozwoju funduszy inwestycyjnych SRI jest również widoczne na poziomie działań regulacyjnych Unii Europejskiej. Ich najważniejszym przejawem było uchwalenie Regulation No 346/2013 on European social entrepreneurship funds. Zgodnie z przepisami nowej regulacji fundusze spełniające wymogi w niej określone (podstawowy to wymóg lokowania przynajmniej

70% kapitałów zebranych od inwestorów w kwalifikowane inwestycje społeczne) mogą używać nazwy European social entrepreneurship funds (EuSEF) i oferować swoje tytuły uczestnictwa na zasadzie jednolitego paszportu inwestorom ze wszystkich krajów członkowskich Unii. Należy jednak zaznaczyć, że definicja funduszu EuSEF przyjęta w regulacji jest zgodna z definicją zawartą w dyrektywie AIFMD, odnosi się więc do funduszy zamkniętych (w tym zwłaszcza funduszy venture capital), których jednostki są często niedostępne dla inwestorów detalicznych, stąd nie są uwzględniane w bazach danych będących podstawą niniejszego badania.

Warto również zwrócić uwagę, że choć Wielka Brytania zajmuje drugą lokatę pod względem wartości funduszy SRI, to w latach 2012–2014 odnotowała szczególnie dynamiczny przyrost tych aktywów z poziomu 13,6 do 21,3 mld EUR, czyli o ponad 50%. W tym samym okresie aktywa funduszy francuskich wzrosły zaledwie o ok. 10%.

Aktywa funduszy SRI stanowią zaledwie ok. 1,7% łącznej wartości aktywów wszystkich detalicznych funduszy inwestycyjnych w analizowanych 13 krajach, choć należy zaznaczyć, że od początku wieku udział ten wzrósł ponadczterokrotnie. Udział w ogólnej wartości funduszy inwestycyjnych jest przy tym bardzo zróżnicowany w poszczególnych krajach. Zdecydowanymi liderami są w tym przypadku Holandia, gdzie aktywa funduszy SRI stanowią 17,8% łącznej wartości aktywów funduszy detalicznych, i Belgia, gdzie udział ten wynosi 7,5%. We Francji udział ten wynosi zaledwie 4%, a we Włoszech 1,8%.

Pod względem typów stosowanych strategii inwestycyjnych w roku 2014 r. największą grupę stanowiły fundusze akcyjne (56%), następnie fundusze obligacyjne (29%) i fundusze zrównoważone (15%). W tym przypadku dostrzec można jednak bardzo silne zróżnicowanie między poszczególnymi krajami, które obrazuje tabela.

**TABELA.** Typy strategii funduszy SRI w krajach europejskich (2014)

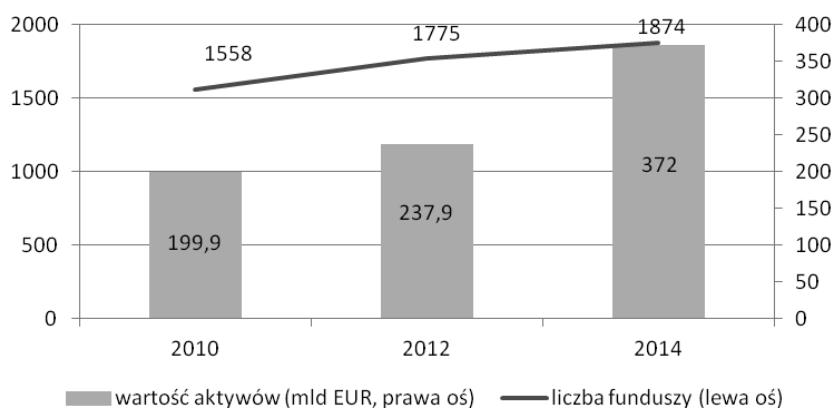
Typ strategii	Hiszpania	Austria	Niemcy	Francja	Włochy	Szwecja	Belgia	Holandia	Wielka Brytania
Akcyjne	3%	21%	35%	48%	45%	85%	46%	52%	74%
Zrównoważone	95%	10%	42%	5%	27%	11%	7%	27%	13%
Obligacyjne	0%	69%	16%	46%	28%	4%	40%	21%	12%
Inne	2%	0%	7%	1%	0%	0%	7%	1%	1%

Źródło: Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market. 2014 Review [2014, s. 11].

Z tabeli wynika, że najbardziej agresywne strategie preferują fundusze SRI ze Szwecji i z Wielkiej Brytanii, gdzie udział funduszy akcyjnych wynosi odpowiednio 85 i 74%. Na drugim biegunie znajduje się Austria, która jest jedynym

krajem, gdzie udział funduszy obligacyjnych przekracza 50%. W Hiszpanii niemal wszystkie aktywa SRI są zarządzane przez fundusze zrównoważone, które z kolei odgrywają minimalną rolę w zarządzaniu aktywami SRI we Francji i w Belgii. Warto jednak zaznaczyć, że w przypadku Hiszpanii uzyskane wyniki mogą być skutkiem bardzo małej populacji funduszy SRI (16 funduszy, wobec 263 funduszy we Francji i 214 w Belgii).

Jak wspomniano, badanie o podobnym charakterze do badań Vigeo od 2010 r., w cyklu dwuletnim prowadzi również firma doradcza KPMG Luxembourg. W konsekwencji przyjętej populacji badanej wartości wykazywane w raportach KPMG są większe niż dla bazy Vigeo. Rozwój rynku funduszy SRI od 2010 r. prezentuje rysunek 3.



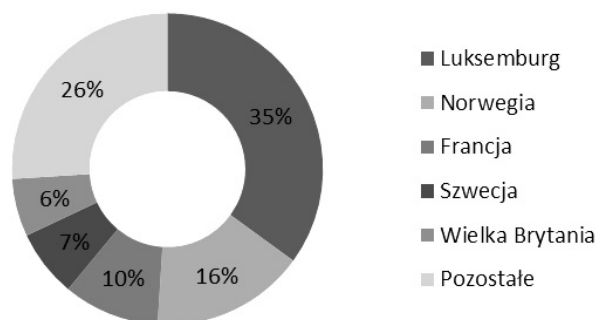
**RYSUNEK 3.** Fundusze SRI w Europie (2010–2014)

Źródło: European Responsible Investing Fund Survey [2015, s. 14].

Wartość aktywów funduszy SRI uwzględniona w badaniu KPMG jest około trzykrotnie większa niż w badaniu Vigeo, co wynika przede wszystkim ze znacznie szerszego zasięgu geograficznego badania i uwzględnienia kilku znaczących rynków nieuwzględnionych w bazie Vigeo, w tym przede wszystkim Luksemburga. Na to ostatnie państwo przypada bowiem aż 35% aktywów funduszy SRI uwzględnionych w badaniu KPMG. Strukturę geograficzną rynku funduszy SRI według KPMG przedstawia rysunek 4.

Branie pod uwagę szerszej definicji funduszy SRI sprawia, że aktywa funduszy uwzględnianych w badaniu KPMG stanowią 3,3% łącznej wartości funduszy inwestycyjnych w badanych krajach, raportowanych w danych EFAMA.

Spśród 372 mld EUR aktywów funduszy SRI, 322,8 mld EUR przypadało na fundusze stosujące wielokryterialne strategie selekcji ESG (ang. *cross-sectoral*), do których zaliczono strategie pozytywnej i negatywnej selekcji, 31,8 mld EUR na fundusze środowiskowe (zrównoważony rozwój, zmiany klimatyczne, ochrona



**RYSUNEK 4.** Struktura geograficzna aktywów funduszy SRI według KPMG (2014)

Źródło: European Responsible Investing Fund Survey [2015, s. 14].

środowiska itp.), 10,7 mld EUR na fundusze społeczne (inwestycje społeczne, mikrofinanse, fundusze solidarności społecznej), a 6,7 mld EUR na fundusze etyczne (religijne i zgodne z zasadami szariatu). Baza KPMG podobnie jak Vigeo wskazuje na zróżnicowanie preferowanych strategii selekcji SRI pomiędzy poszczególnymi krajami. Luksemburg będący największym rynkiem funduszy SRI ma szczególnie silną pozycję w obszarze funduszy środowiskowych (45% aktywów tej grupy) i społecznych (66% aktywów). Wielka Brytania jest natomiast zdecydowanym liderem w grupie funduszy etycznych (63% aktywów). W największej grupie funduszy stosujących wybór wielokryterialny fundusze z Luksemburga najczęściej stosują selekcję negatywną (37%), podczas gdy fundusze francuskie dominują w zakresie wykorzystania selekcji pozytywnej (35%).

## WNIOSKI

Analiza dwóch baz danych zawierających informacje o skali aktywności detalicznych funduszy inwestycyjnych w zakresie inwestycji odpowiedzialnych społecznie potwierdza, że instytucje, dla których kryteria SRI są głównym narzędziem budowy portfela inwestycyjnego notują znaczący wzrost wartości zarządzanych aktywów w ostatnich latach, niezaburzony nawet załamaniem rynków finansowych po kryzysie finansowym 2008 r. Jednocześnie jednak można stwierdzić, że wartość aktywów instytucji specjalizujących się w inwestycjach SRI stanowi tylko niewielki procent wartości aktywów wszystkich instytucji deklarujących stosowanie zasad SRI w swoich politykach inwestycyjnych. Może to świadczyć o tym, że dla wielu instytucji deklarowanie stosowania zasad SRI ma jedynie znaczenie formalne, wizerunkowe czy marketingowe i ogranicza się do stosowania najprostszych narzędzi z obszaru SRI, takich jak prosta negatywna selekcja, w której wykorzystuje się kryteria wykluczające dotyczące grup aktywów, które i tak znajdują się



poza obszarem zainteresowania zarządzających. Istotnym czynnikiem wspierającym rozwój skali inwestycji odpowiedzialnych społecznie są natomiast nowe regulacje prawne na poziomie krajowym i na poziomie Unii Europejskiej.

## Spis literatury

- Asset Management in Europe, 8th Annual Review, EFAMA, April 2015.
- EFAMA Report on Responsible Investment, EFAMA, February 2014.
- European Responsible Investing Fund Survey 2015, KPMG Luxembourg.
- European SRI Study 2014, Eurosif, Brussels, 2015.
- GAJDOSOVA K. 2011: Socially Responsible Investment as a Trend in Investment Services in Europe, Silesiana university in Opava Working Paper, s. 127–138.
- Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market, 2014 Review, Vigeo Rating, October 2014.
- JEDYNAK T. 2011: Rozwój koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce i na świecie, Zeszyty Naukowe UEK w Krakowie 875, s. 17–28.
- KRUPA D. 2012: Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie. *Acta Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin H*, 46 (1), s. 307–316.
- MUNOZ-TORRES M.J., FERNANDEZ-IZQUIERDO M.A., BALAGUER-FRANCH M.R. 2004: The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: An approach to the case of Spain, *Business Ethics: A European Review* 13, (2–3), s. 200–218.
- RACHOCKA J. 2007: Socially responsible investment in Europe (w:) *Economic choices made in the Polish economy in globalization*, (red.) D. Kopycińska, Print Group Szczecin, s. 15–25.
- Regulation No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds.
- STEURER R., MARGULA S., MARTINUZZI A. 2008: Socially responsible investment in EU Member States: Overview of government initiatives and SRI experts' expectations towards governments, Final report to the EU high-level group on CSR.

## **SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT FUNDS IN EUROPE – DEVELOPMENT TRENDS**

**Abstract.** The aim of the study is to assess the size and dynamics of the socially responsible investments sector in Europe. Study concentrates on analyzing the activity of investment funds available to retail investors due to objective nature of the source data and rigorous definition of responsible investments with regard to such funds. The research confirms the dynamic increase in the size of SRI investments, especially during the period following the global financial crisis. Signifi-



cant geographical variations are observed, however. Favorable legal regulations are noticed as important incentive supporting the growth of SRI investments in leading countries.

**Key words:** investment funds, socially responsible investing, asset management



## POMIAR WYNIKÓW ORAZ RYZYKA POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH<sup>1</sup>

Dariusz Filip

Instytut Socjologii

Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie

**Abstrakt.** Artykuł koncentruje się na dokonaniu wstępnej oceny efektów gospodarowania funduszy inwestycyjnych działających w Polsce w latach 2000–2015. Wykorzystując dużą próbę badawczą, składającą się z 221 krajowych funduszy, dokonano analizy wyników osiągniętych w trzech segmentach: akcji, mieszanych oraz obligacji. Przy użyciu zarówno tradycyjnych miar wyników, jak i popularnych miar ryzyka możliwe było ustalenie, czy polskie fundusze posiadają zdolność osiągania ponadprzeciętnych rezultatów. W wyniku przeprowadzonej analizy zaobserwowano, że fundusze uzyskiwały generalnie gorsze średnie stopy zwrotu niż wzorzec odniesienia. Jednak ostatecznie rezultaty w większości przypadków nie były statystycznie istotne. Zwiększenie poziomu ryzyka funduszy odpowiadało zwiększeniu zaangażowania inwestycji w papiery właścicielskie.

**Słowa kluczowe:** fundusze inwestycyjne, wyniki, ryzyko, efektywność

### WSTĘP

W trakcie funkcjonowania funduszy inwestycyjnych dokonuje się próby oceny efektywności, a więc ustalania poziomu wyników w porównaniu m.in. z benchmarkiem. Drugim elementem oceny efektów gospodarowania jest pomiar ryzyka towarzyszącego inwestycjom. Generalnie badanie efektów gospodarowania jest szczególnie istotne z perspektywy weryfikacji hipotezy rynku efektywnego, co

<sup>1</sup> Tekst powstał w ramach projektu badawczego, który został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2014/15/D/HS4/01227.

też pozwala odnieść się do ewentualnej ponadprzeciętności wyników. Ponadto oprócz perspektywy czysto poznawczej ważna wydaje się być również kwestia praktyczna opisywanego zagadnienia. Osiągane efekty gospodarowania aktywami przez poszczególne fundusze mogą wpływać na decyzje inwestycyjne potencjalnych klientów, sugerując o ewentualnym potencjale skutecznego zarządzania powierzonymi środkami. Z kolei same instytucje finansowe skrupulatnie mogą wykorzystywać fakt posiadania odpowiednich cech efektywności w grze rynkowej i przekazach medialnych.

Celem tego opracowania jest ocena gospodarowania funduszy inwestycyjnych poprzez zestawienie osiąganych stóp zwrotu z poziomem ryzyka inwestycyjnego podejmowanego przez fundusze. Niniejsza praca, razem z ustaleniami Filipa [2016], może być traktowana jako wprowadzenie do oceny efektywności funduszy inwestycyjnych i stanowi podstawę do dalszych rozważań i analiz w tym zakresie.

Struktura prezentowanego artykułu jest następująca. W pierwszej części w sposób syntetyczny przedstawiono dorobek naukowy w ramach oceny efektywności funduszy inwestycyjnych. Następnie opisano wykorzystane miary wyników, podejście badawcze oraz źródła danych. Kolejną część stanowią ustalenia empiryczne. Na końcu dokonano podsumowania, w którym nakreślono najważniejsze ustalenia.

## KRÓTKI PRZEGLĄD LITERATURY PRZEDMIOTU

W ramach dorobku naukowego dotyczącego funduszy inwestycyjnych, regularnie podejmowanym tematem jest ocena efektów gospodarowania pośredników finansowych. W fundamentalnych badaniach dla opisywanego zagadnienia [Sharpe 1964, Mossin 1966] opracowano model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), służący do tłumaczenia przekrojowych różnic w stopach zwrotu, oraz zaproponowano sposoby pomiaru ryzyka w inwestycjach [Lintner 1965, Blume 1971]. Umożliwiło to stworzenie narzędzi mierzących wyniki funduszy inwestycyjnych. Wczesne badania Sharpe'a [1966] czy choćby Carlsona [1970] wskazywały, że fundusze nie są w stanie dostarczać ponadprzeciętnych wyników ze względu na m.in. potrącanie przez fundusze opłaty za zarządzanie oraz inne koszty. Późniejsze prace [Grinblatt i Titman 1989, Goetzmann i Ibbotson 1994] wskazują z kolei na systematyczne generowanie przez fundusze dodatnich wyników, które są w stanie pokrywać koszty, ewentualnie je przewyższać. Trudności związane z raportowaniem osiąganych ponadprzeciętnych wyników, autorzy tłumaczyli posiadanymi cechami organizacyjnymi funduszy [Chen i in. 2004] lub też umiejętnością samych zarządzających [Daniel i in. 1997].



Bardziej współczesne prace dostarczały kolejnych narzędzi pomiaru wyników [Carhart 1997] bądź też nowych podejść badawczych [Kosowski i in. 2006, Holmes i Faff 2007]. Dzięki temu, w ramach literatury odnoszącej się do efektywności wyników, część prac uwzględniała posiadanie przez menedżerów szczególnych umiejętności pozwalających przewyższać wynikami rynek [Li i in. 2011, Ferson i Mo 2016].

W rodzimej literaturze przedmiotu większość prac poświęcona jest również analizie wyników w kontekście oceny dostarczania inwestorom ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Wcześniej wydane prace [Miziołek 1997, Czekaj i in. 2001] dostarczały dowodów za odrzuceniem hipotezy o istnieniu funduszy dostarczających wyników przewyższających rynek. W nowszych pracach większą wagę przykładana się do oceny jakości zarządzania portfelem inwestycyjnym, odnosząc się np. do zdolności menedżerów do przewidywania sytuacji rynkowej [Olbryś 2010, Jamróz i Jamróz 2012, Węgrzyn 2015] bądź też stabilności wyników w czasie [Jackowicz i Filip 2009, Zaremba 2010, Zamojska 2011]. Poza nielicznymi przykładami badań empirycznych wciąż nie ma jednoznacznych dowodów za odrzuceniem koncepcji efektywnego rynku pośrednictwa finansowego w zakresie dostępnych informacji.

## WYKORZYSTANE DANE

Dane o wynikach funduszy oraz o wykorzystanych benchmarkach zostały zaczerpnięte z raportów instytucji tworzącej serwisy informacyjne poświęcone funduszom inwestycyjnym – *analizy online*. W badaniu zostały wykorzystane informacje o wartościach jednostek uczestnictwa 221 otwartych funduszy inwestycyjnych w podziale na trzy główne segmenty: fundusze akcji (83 podmioty), fundusze mieszane (69 podmiotów), oraz fundusze obligacji (69 podmiotów). Szczegółowe dane na temat liczebności próby w poszczególnych latach analizy zostały przedstawione w tabeli 1.

**TABELA 1.** Liczba otwartych funduszy inwestycyjnych

Rodzaj funduszy	Lata															
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Akcyjne	10	11	12	15	16	18	22	30	42	48	49	59	63	76	79	83
Mieszane	13	14	17	21	25	29	35	37	40	42	45	47	51	57	62	69
Obligacji	8	8	9	11	12	13	16	17	20	21	22	26	37	49	57	69

Źródło: Opracowanie własne.

Zbiór danych nie zawierał informacji o funduszach, które zostały zlikwidowane, w związku z tym można mówić o próbce obciążonej błędem przetrwania. Niemniej jednak błąd ten w polskich realiach, jak pokazano w badaniu Gabryelczyk [2005] poświęconemu polskim funduszom inwestycyjnym, nie stanowi istotnego zagrożenia w zniekształcaniu rezultatów. Ponadto ze względu na stosunkowo małą liczbę funduszy zrównoważonych oraz funduszy stabilnego wzrostu, szczególnie w początkowym okresie badania, zdecydowano się na połączenie wyżej wymienionych dwóch typów funduszy w jedną grupę funduszy mieszanych. Zaletą takiego rozwiązania jest umożliwienie empirycznej weryfikacji hipotezy badawczej oraz dokonanie oceny efektów gospodarowania całej grupy funduszy mieszanych. Z kolei wśród wad należy wymienić utrudnioną porównywalność wyników w stosunku do przyjętego wzorca odniesienia. Autor jest świadomy umiarkowanego dopasowania do benchmarku serii danych uwzględniających odczuwalne różnice stylów inwestycyjnych poszczególnych podgrup funduszy. Jednak jak przedstawiono we wprowadzeniu, niniejsza analiza ma charakter wstępny poszczególne segmenty wyżej wymienionych funduszy natomiast zasługują na odrębne ujęcie w szczegółowych badaniach.

Horyzont czasowy analizy ustalono na lata 2000–2015. Tak oznaczony czas badania pozwoli na wyróżnienie różnych podokresów rynkowych odpowiadających poszczególnym cyklom koniunkturalnym ze zdefiniowanymi trwałymi tendencjami wzrostowymi lub spadkowymi. Uwzględnionymi podokresami były 48-miesięczne cykle dotyczące lat 2000–2003, 2004–2007, 2008–2011 oraz 2012–2015.

## CHARAKTERYSTYKA UŻYTYCH MIAR WYNIKÓW ORAZ RYZYKA

W ramach wskaźników oceny gospodarowania funduszy inwestycyjnych wyróżnia się miary wyników oraz miary ryzyka. Wykorzystane w badaniu miary wyników funduszy inwestycyjnych bazują na wartościach jednostek uczestnictwa. Pierwszą z nich jest logarytmiczna stopa dochodu (ang. *compounded return*), odpowiadająca kapitalizacji ciągłej. Zaletą takiego pomiaru jest odnotowywanie zmniejszonych odchyleń, co też przekłada się na niwelowanie wewnętrznych wahań wartości w przeciwieństwie do arytmetycznej stopy zwrotu. W tym celu wykorzystuje się następujący wzór [Meucci 2010]:

$$r_{i,t} = LN \left( \frac{UP_{i,t}}{UP_{i,t-1}} \right) \quad (1)$$

gdzie:

$r_{i,t}$  – logarytmiczna stopa dochodu  $i$ -tego funduszu w okresie  $t$ ,



$UP_{i,t-1}$  – wartości netto jednostek uczestnictwa  $i$ -tego funduszu na koniec ( $t$ ) i początek ( $t-1$ ) analizowanego okresu.

Wadą wcześniej wspomnianej miary wyników funduszy jest to, że pomija ona różnice w poziomie podejmowanego ryzyka. W przybliżony sposób różnice te, w postaci zaobserwowanego odchylenia standardowego, uwzględnia wskaźnik Sharpe'a (ang. *reward-to-variability ratio*). Oblicza się go na podstawie następującej formuły [Sharpe 1966]:

$$SR_{i,t} = \frac{\bar{r}_{i,t} - r_{f,t}}{\sigma(r_{i,t})} \quad (2)$$

gdzie:

$SR_{i,t}$  – wskaźnik Sharpe'a dla  $i$ -tego funduszu w okresie  $t$ ,

$\bar{r}_{i,t}$  – średnia stopa dochodu  $i$ -tego funduszu w okresie  $t$ ,

$r_{f,t}$  – właściwa pod względem terminu stopa wolna od ryzyka,

$\sigma(r_{i,t})$  – odchylenie standardowe stopy dochodu  $i$ -tego funduszu w okresie  $t$ .

Średnia stopa dochodu oraz odchylenie standardowe obliczane są na podstawie obserwacji miesięcznych.

O ile wcześniej opisany wskaźnik uwzględnia ryzyko niesystematyczne inwestycji, o tyle kolejna miara, jaką jest wskaźnik Treynora (ang. *reward-to-volatility ratio*) – bierze pod uwagę ryzyko systematyczne. W swojej konstrukcji opisywana miara jest podobna do poprzedniego sposobu oceny wyników [Treynor 1965]:

$$TR_{i,t} = \frac{\bar{r}_{i,t} - r_{f,t}}{\beta(r_{i,t})} \quad (3)$$

gdzie:

$TR_{i,t}$  – wskaźnik Treynora dla  $i$ -tego funduszu w okresie  $t$ ,

$\beta(r_{i,t})$  – ryzyko systematyczne  $i$ -tego funduszu w okresie  $t$ .

Wartości Beta obliczane są na podstawie miesięcznych obserwacji.

Współczesna teoria portfelowa korzysta z modelu CAPM<sup>2</sup> w celu estymacji oczekiwanej stopy zwrotu, która jest liniową funkcją systematycznego ryzyka i umiejętności menedżerskich. Miarą porównującą zrealizowaną stopę zwrotu funduszu z oczekiwaną stopą zwrotu uwzględniającą ryzyko rynku, na którym on operuje, wyrazy wolne odpowiednio skonstruowanych modeli regresji. W związ-

<sup>2</sup> Model wyceny dóbr kapitałowych, określane jako CAPM (ang. *capital asset pricing model*), został po raz pierwszy zaproponowany niezależnie przez Jacka L. Treynora [1961–1962], Johna Lintnera [1965], Johna Mossina [1966] i Williama F. Sharpe'a [1966]. Powyższe badania wykorzystywały jednak ustalenia teoretyczne Harry'ego Markowitza [1952] w zakresie dywersyfikacji i teorii portfelowej.

ku z tym dla każdego funduszu uwzględnionego w bazie danych został oszacowany model o następującej specyfikacji [Jensen 1968]:

$$r_{i,t} - r_{f,t} = \alpha_i + (r_{M1,t} - r_{f,t})\beta_1 + \varepsilon_i \quad (4)$$

gdzie:

$\alpha_i$  – poszukiwana miara wyników inwestycyjnych (alfa Jensena),

$r_{m,t}$  – benchmark (stopa dochodu osiągnięta na danym rynku w okresie  $t$ ) dla danego typu funduszy.

W przypadku funduszy mieszanych do modelu (4) zostało dodane wyrażenie  $(r_{M2,t} - r_{f,t})\beta_2$ , przedstawiające kolejny czynnik związany z drugim rynkowym parametrem. Lista użytych w badaniu benchmarków odnoszących się do poszczególnych segmentów funduszy przy estymacji modelu (4) została przedstawiona w tabeli 2.

**TABELA 2.** Zestawienie portfeli rynkowych przy estymacji wyrazów wolnych poszczególnych modeli regresji dla analizowanych segmentów funduszy uwzględnionych w badaniu

Typ funduszu	Portfel rynkowy M1	Portfel rynkowy M2	Stopa wolna od ryzyka
Akcyjne	WIG	-	rentowność 7-dniowych bonów pieniężnych
Mieszane	WIG	IROS	
Obligacji	IROS	-	

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku segmentu funduszy akcyjnych portfelem rynkowym będzie główny indeks giełdy papierów wartościowych (GPW) – WIG. Dla funduszy mieszanych, oprócz indeksu giełdowego, wykorzystano indeks rynku obligacji skarbowych (IROS) w stosunku 50% do 50%. Fundusze obligacji opisywane są przez wspomniany indeks obligacji.

Drugą grupę wskaźników stanowią miary ryzyka inwestycji w fundusze. Wśród nich wybrano trzy najczęściej spotykane narzędzia w ramach literatury przedmiotu. Pierwszym z nich jest odchylenie standardowe (ang. *standard deviation*), określane jako miara ryzyka niesystematycznego i obliczane na podstawie klasycznego wzoru [Isotalo 2014]:

$$SD_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_{i,t} - \bar{r}_i)^2}{n-1}} \quad (5)$$

gdzie:

$SD_{i,t}$  – odchylenie standardowe  $i$ -tego funduszu,

$n$  – liczba uwzględnionych okresów.





Wskaźnik ten, pozwalający ocenić historyczną zmienność inwestycji, pokazuje odchylenia stóp zwrotu funduszu od ich średniej w danym okresie. Wartości odchylenia standardowego obliczane były na podstawie obserwacji miesięcznych.

Kolejną miarą ryzyka uwzględnioną w badaniu były współczynniki Beta (ang. *Beta coefficient*). Współczynnik Beta, oznaczający tzw. ryzyko systematyczne, określany jest jako miara wskazująca wrażliwość zmiany ceny jednostki uczestnictwa w porównaniu ze zmianą benchmarku, która liczona jest według następującego wzoru [Gandhi i Perumal 2016]:

$$\beta_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n (r_{i,t} - \bar{r}_i)(r_{m,t} - \bar{r}_m)}{\sum_{i=1}^n (r_{m,t} - \bar{r}_m)^2} \quad (6)$$

gdzie:

$\beta_{i,t}$  – współczynnik Beta  $i$ -tego funduszu,

$\bar{r}_{m,t}$  – średnia stopa zwrotu benchmarku.

Wartości współczynnika Beta obliczane są na podstawie miesięcznych obserwacji.

Ostatnim z uwzględnionych narzędzi jest wskaźnik determinacji –  $R^2$  (ang. *determination coefficient*) pokazujący stopień statystycznego dopasowania serii danych, np. stóp zwrotu, do wzorca, jakim jest benchmark. Za pomocą poniższego wzoru ustala się, jaki procent historycznych wartości funduszu może być tłumaczony porównawczym indeksem [Amihud i Goyenko 2013]:

$$R^2_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{r}_i - \bar{r}_i)^2}{\sum_{i=1}^n (r_{i,t} - \bar{r}_i)^2} \quad (7)$$

gdzie:

$R^2_{i,t}$  – wskaźnik determinacji  $i$ -tego funduszu,

$\hat{r}_i$  – teoretyczna wartość  $i$ -tego funduszu estymowana za pomocą modelu (4).

Podobnie jak w poprzednich dwóch przypadkach wartości wskaźnika  $R^2$  obliczane są na podstawie miesięcznych obserwacji.

## PODEJŚCIE BADAWCZE

Aby porównać ze sobą wyniki osiągnięte przez fundusze oraz stopy zwrotu osiągnięte przez benchmark, zbadana została statystyczna istotność różnic średnich. Było to możliwe na podstawie testu  $t$  Welcha (ang. *test of the difference between two population means*) o następującej formule [Welch 1947]:

$$t = \frac{\overline{r_{fund}} - \overline{r_m}}{\sqrt{\frac{SD_{fund}^2}{n_{fund}} + \frac{SD_m^2}{n_m}}} \quad (8)$$

gdzie:

$\overline{r_{fund}}, \overline{r_m}$  – średnie stopy zwrotu odpowiednio w populacji funduszy oraz benchmarku,

$SD_{fund}, SD_m$  – odchylenia standardowe wyników w grupie funduszy oraz dla benchmarku,

$n_{fund}, n_m$  – liczebność prób.

Rozkład statystyki  $t$  jest zależny od wspomnianej liczebności oraz od ilorazu wariancji w populacji. Hipotezę zerową o równej wartości średniej stopy dochodu w populacji  $i$ -tych funduszy wzorca odniesienia można odrzucić, gdy wartość bezwzględna statystyki  $t$ , obliczona na podstawie próby, jest większa od wartości krytycznej odczytanej dla danego poziomu istotności oraz liczby stopni swobody skalkulowanej według następującego wzoru:

$$v = \frac{(SD_{fund} + SD_m)^2}{\frac{SD_{fund}^2}{n_{fund}^2(n_{fund} - 1)} + \frac{SD_m^2}{n_m^2(n_m - 1)}} \quad (9)$$

gdzie:

$v$  – poszukiwana liczba stopni swobody.

Innymi słowy odrzucenie hipotezy zerowej sugeruje, że różnica między przeciętnymi stopami zwrotu w badanych grupach jest statystycznie istotna w okresie oceny. Dodatkowo wartości statystyki określonej wzorem (8) przemawiają na korzyść hipotezy o osiągnięciu przez fundusze lepszych średnich rezultatów niż benchmark, ujemne zaś – gorszych wyników. Jeżeli nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, możemy natomiast uznać, że zaobserwowana różnica między średnimi w badanych grupach ma charakter losowy [Balicki i Makać 1997].

## WYNIKI BADAŃ

### FUNDUSZE AKCYJNE

Zgromadzona baza danych pozwoliła na uzyskanie informacji o podmiotach inwestujących aktywa w właścicielskie papiery wartościowe. Łączna liczba obserwacji dla funduszy akcji w całym horyzoncie czasowym określona została



na poziomie 633. Tabela 3 zawiera średnie roczne wartości uwzględnionych miar wyników oraz miar ryzyka. W dolnej części tabeli 3 zamieszczone zostały również wartości testu *t* Welcha.

**TABELA 3.** Ocena efektywności i ryzyka polskich funduszy akcji w poszczególnych okresach oraz wartość statystyki testującej różnice średnich wyników funduszy i benchmarku w całym okresie badania

Okres	<i>r</i>	<i>SR</i>	<i>TR</i>	$\alpha$	<i>SD</i>	$\beta$	<i>R</i> <sup>2</sup>	Benchmark*	
								zwrot	ryzyko
2000	0,1054	-0,0866	-0,0692	0,0085	0,0623	0,9173	0,8043	-0,0131	0,0641
2001	-0,1575	-0,4339	-0,3557	0,0005	0,0536	0,8500	0,8924	-0,2199	0,0712
2002	0,0171	-0,1063	-0,0831	-0,0028	0,0470	0,8542	0,9215	0,0319	0,0708
2003	0,3192	0,4083	0,3862	0,0036	0,0547	0,8365	0,9005	0,4492	0,0771
2004	0,2097	0,5560	0,2032	0,0016	0,0242	0,8731	0,9149	0,2794	0,0264
2005	0,2037	0,2973	0,1999	-0,0037	0,0402	0,8694	0,8813	0,3366	0,0506
2006	0,3821	0,5607	0,5126	0,0076	0,0504	0,8683	0,8750	0,4160	0,0598
2007	0,1101	0,0911	0,0822	0,0013	0,0544	0,9313	0,8829	0,1039	0,0600
2008	-0,7507	-0,9600	-0,5972	-0,0110	0,0671	0,9812	0,8902	-0,5107	0,0750
2009	0,3394	0,3302	0,4016	0,0011	0,0768	0,9629	0,8840	0,4685	0,0897
2010	0,1667	0,2743	0,1740	0,0015	0,0406	0,8945	0,8558	0,1877	0,0470
2011	-0,2938	-0,5905	-0,3281	-0,0073	0,0476	0,9342	0,8467	-0,2083	0,0488
2012	0,1548	0,2304	0,1369	-0,0041	0,0401	0,9725	0,8763	0,2624	0,0436
2013	0,1445	0,2502	0,1657	0,0067	0,0423	0,8999	0,8225	0,0806	0,0458
2014	-0,0503	-0,2021	-0,0768	-0,0046	0,0294	0,9753	0,8776	0,0026	0,0316
2015	-0,0274	-0,1394	-0,0443	0,0047	0,0283	0,9742	0,8546	-0,0962	0,0272
2000- -2003	0,0899	-0,0164	0,0040	0,0023	0,0539	0,8609	0,8838	0,0620	0,0708
2004- -2007	0,2178	0,3409	0,2395	0,0020	0,0456	0,8914	0,8865	0,2840	0,0492
2008- -2011	-0,1233	-0,2316	-0,0867	-0,0039	0,0567	0,9417	0,8676	-0,0157	0,0651
2012- -2015	0,0481	0,0199	0,0388	0,0009	0,0347	0,9554	0,8572	0,0623	0,0371
2000- -2015	0,0207	-0,0179	0,0251	-0,0003	0,0446	0,9344	0,8668	0,0981	0,0556
Wartość statystyki <i>t</i> (Welcha)		-1,2999	liczba stopni swobody			16	minimalna wartość krytyczna ( <i>t</i> ) do osiągnięcia dla poziomu istotności 10%		1,7459

\* Benchmarkiem dla polskich funduszy akcji był indeks giełdowy WIG.

Źródło: Opracowanie własne.

Pomiar wyników funduszy akcji, jak przedstawiono w tabeli 3, dokonany został za pomocą czterech wskaźników: logarytmicznych stóp zwrotu, wskaźników Sharpe'a, wskaźników Treynora oraz alf Jensena. Znak stojący przed rocznymi wartościami pierwszych z trzech wymienionych mierników skłania do stwierdzenia, że wskaźniki te w podobny sposób opisują efekty działalności analizowanych podmiotów. W celu porównania z indeksem giełdowym w przedostatniej kolumnie tabeli 3 zestawiono średnioroczne stopy zwrotu z indeksu giełdowego. Poza nielicznymi przypadkami osiągnięte przez analizowane fundusze średnie rezultaty inwestycyjne (mierzone wspomnianymi trzema miarami) w okresach lepszej koniunktury na rynku właścicielskich papierów wartościowych były gorsze niż dochody osiągnięte z WIG-u. Oznacza to, że analizowane podmioty nie były w stanie osiągać rezultatów przewyższających benchmark. Zauważano jednak, że w czasie gorszej sytuacji na GPW fundusze te nie traciły tak znacząco jak uwzględniony indeks. Takie sytuacje miały miejsce w poszczególnych latach analizy oraz w czteroletnich podokresach wyszczególnionych w badaniu. Z kolei, wartości alf Jensena<sup>3</sup> w 10 na 16 rocznych okresów osiągnęły nieznacznie pozytywne średnie rezultaty. Średnioroczne wyniki w całym okresie badania (2000–2015) dostarczyły dodatnich rezultatów w dwóch na cztery wybrane miary efektywności.

Pomiar ryzyka dostarczył rezultatów mówiących m.in. o zmienności wyników, która charakteryzowała fundusze. Średnioroczna wartość odchylenia standardowego wyniosła 0,0446 i wydaje się być stosunkowo mała, jak na tę kategorię opisywanych podmiotów, szczególnie przy większym średnim ryzyku z benchmarku (odchylenie standardowe). Poziom ryzyka niesystematycznego w analizowanych funduszach był generalnie najwyższy w okresach największych spadków, ale i wzrostów na GPW. Ocena historycznej zmienności inwestycji wpisuje się w interpretację poziomu ryzyka systematycznego. Wartości współczynnika Beta charakteryzują wyniki funduszy jako umiarkowanie silnie reagujące na zmianę stóp dochodu z wybranego indeksu. Średnioroczna wartość tego współczynnika wyniosła 0,9344, a największą elastyczność w postaci wrażliwości zmiany ceny badanego instrumentu w porównaniu ze zmianą benchmarku zaobserwowano w 2003 roku (0,8365). Ostatnia z prezentowanych miar wskazuje na stosunkowo silne dopasowanie zmian stóp zwrotu do benchmarku. Historyczne średnie wartości stóp zwrotu funduszy mogły być tłumaczone porównawczym indeksem na poziomie 80–92%.

Wartość statystyki  $t$  dla testu o równości średnich wyniosła  $-1,2999$ , co też oznacza, że fundusze akcyjne osiągały gorsze rezultaty niż potencjalne zwroty z wzorca odniesienia. Jednak brak statystycznej istotności (przy wartości krytycznej  $1,7459$ ) nakazuje traktowanie tych rezultatów z ostrożnością.

<sup>3</sup> Rezultaty osiągnięte przy pomocy wykorzystanych alf Jensena należy traktować z ostrożnością. Na 633 wyestymowanych parametrów jedynie 184 (ok. 29%) okazało się być statystycznie istotne dla funduszy akcji.

### FUNDUSZE MIESZANE

Kolejną grupą omawianych podmiotów był segment funduszy inwestujących zarówno na rynku giełdowym, jak i w dłużne papiery wartościowe. W całym horyzoncie badania zarejestrowano do 604 obserwacji. W tabeli 4 zamieszczono średnie wartości uwzględnionych miar wyników oraz miar ryzyka wraz z wartościami statystyki *t* Welcha dla omawianego segmentu funduszy.

**TABELA 4.** Ocena efektywności i ryzyka polskich funduszy mieszanych w poszczególnych okresach oraz wartość statystyki testującej różnice średnich wyników funduszy i benchmarku w całym okresie badania

Okres	<i>r</i>	<i>SR</i>	<i>TR</i>	$\alpha$	<i>SD</i>	$\beta$	<i>R</i> <sup>2</sup>	Benchmark*		
								zwrot	ryzyko	
2000	0,1246	-0,1582	-0,0574	0,0018	0,0318	0,8930	0,6757	0,0524	0,0376	
2001	0,0037	-0,4261	-0,1832	-0,0028	0,0283	0,8309	0,7739	0,0041	0,0414	
2002	0,0784	0,0156	-0,0077	-0,0002	0,0224	0,7999	0,7711	0,1067	0,0388	
2003	0,1827	0,3559	0,1378	0,0029	0,0293	0,8790	0,7473	0,2415	0,0442	
2004	0,1381	0,4544	0,0730	0,0009	0,0131	0,9449	0,8330	0,1783	0,0174	
2005	0,1350	0,3392	0,0920	-0,0005	0,0193	0,9421	0,8067	0,2100	0,0301	
2006	0,1672	0,4992	0,1355	0,0014	0,0226	1,0721	0,8489	0,2320	0,0333	
2007	0,0637	0,0649	0,0163	0,0002	0,0256	1,1877	0,8568	0,0604	0,0326	
2008	-0,2664	-0,6963	-0,2574	-0,0009	0,0376	1,1802	0,8447	-0,2106	0,0455	
2009	0,1791	0,3341	0,1618	0,0000	0,0352	1,0800	0,8111	0,2547	0,0493	
2010	0,0985	0,2702	0,0014	-0,0003	0,0220	1,0434	0,7488	0,1264	0,0266	
2011	-0,1183	-0,5797	-0,1465	-0,0041	0,0251	1,1471	0,7733	-0,0751	0,0274	
2012	0,1199	0,3142	0,0660	-0,0024	0,0212	1,1641	0,7876	0,1942	0,0248	
2013	0,0466	0,0297	0,0117	0,0001	0,0267	0,9884	0,6966	0,0497	0,0294	
2014	-0,0015	-0,2469	-0,0624	-0,0032	0,0164	1,0451	0,7671	0,0478	0,0198	
2015	-0,0283	-1,3301	-0,0485	0,0006	0,0162	1,0477	0,7442	-0,0408	0,0178	
2000–2003	0,1053	-0,0043	-0,0107	0,0006	0,0275	0,8503	0,7449	0,1012	0,0405	
2004–2007	0,1236	0,3260	0,0780	0,0005	0,0207	1,0513	0,8384	0,1702	0,0284	
2008–2011	-0,0245	-0,1661	-0,0593	-0,0014	0,0296	1,1117	0,7925	0,0238	0,0372	
2012–2015	0,0281	-0,3739	-0,0123	-0,0011	0,0199	1,0583	0,7482	0,0627	0,0229	
2000–2015	0,0412	-0,1283	-0,0069	-0,0007	0,0237	1,0496	0,7796	0,0895	0,0322	
Wartość statystyki <i>t</i> (Welcha)	-1,0668	liczba stopni swobody				16	minimalna wartość krytyczna ( <i>t</i> ) do osiągnięcia dla poziomu istotności 10%			
								1,7459		

\* Benchmarkiem dla polskich funduszy mieszanych był indeks giełdowy WIG oraz indeks obligacji IROS w relacji 50% do 50%.

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wynika z przeprowadzonej analizy, jedynie sporadycznie (w latach 2000, 2007 i 2015) stopy zwrotu z funduszy mieszanych przewyższały wartościami dochody z zastosowanego dla tego segmentu benchmarku (tabela 4). Po uwzględnieniu ryzyka systematycznego czy choćby niesystematycznego (w postaci wartości wskaźników odpowiednio Treynora oraz Sharpe'a) wzrost efektywności wyników obserwowany był w czasie wzrostów na rynku papierów wartościowych. W tym miejscu trzeba zaznaczyć, że ze względów objętościowych w opracowaniu nie odniesiono się do poszczególnych grup funduszy mieszanych o zbliżonych profilach ryzyka, a zastosowany benchmark był proporcjonalną kompilacją indeksów WIG oraz IROS. Czwarta z użytych miar wyników – alfa Jensena<sup>4</sup> – dokładnie dla połowy uwzględnionych w badaniu okresów dostarczyła dodatnich rezultatów, natomiast średnioroczne wyniki w całym okresie badania okazały się nieznacznie ujemne. Trzy ostatnie wymienione miary dostarczyły ujemnych średniorocznych rezultatów w całym okresie badania. Powyższe ustalenia nie dostarczają dowodów za potwierdzeniem hipotezy o istnieniu ponadprzeciętnych efektów gospodarowania.

Pomiar poziomu ryzyka, dokonywany za pomocą trzech wskaźników, dostarczył znacznie stabilniejszych w czasie rezultatów niż zostało to przedstawione w poprzedniej części, a jednocześnie bardziej wrażliwych na koniunkturę rynkową. Wartości odchylenia standardowego mieściły się w przedziale 0,0131–0,0376, a średnia wartości otrzymana w całym okresie badania wyniosła 0,0237. Dla porównania odchylenia standardowe dochodu z benchmarku dla całego okresu wyniosły 0,0322. Zmienność zwrotów z inwestycji w fundusze mieszane, mierzona współczynnikiem Beta, okazała się wysoce elastyczna – osiągane wartości były powyżej 1, co też świadczy o większej agresywności badanych funduszy niż rynek. Wartości współczynnika determinacji otrzymane dla funduszy mieszanych świadczą natomiast o słabszym niż fundusze akcji dopasowaniu do porównawczego benchmarku (średnia wartość w całym horyzoncie badania prawie 78%).

Obliczona wartość statystyki  $t$  ustępuje wartości krytycznej na przyjętym minimalnym poziomie istotności. Oznacza to brak podstaw do odrzucenia hipotezy o równości średnich rezultatów funduszy i benchmarku. Ujemna wartość testu  $t$  Welch'a wpisuje się jednak w ustalenia poczynione przy interpretacji tabeli 4 dla funduszy mieszanych, mówiące o gorszych niż wzorzec odniesienia rezultatach inwestycyjnych.

<sup>4</sup> Rezultaty osiągnięte przy użyciu wykorzystanych alf Jensena należy traktować z ostrożnością. Na 604 wyestymowanych parametrów jedynie 155 (ok. 26%) okazało się być statystycznie istotne dla funduszy mieszanych.

### FUNDUSZE OBLIGACJI

Na podstawie zbudowanej bazy danych możliwe było wyodrębnienie informacji opisujących fundusze papierów dłużnych. Liczba obserwacji dla funduszy obligacji w całym okresie badania wynosiła 395. Sposoby pomiaru wyników wraz z analizą średnich stóp zwrotu odpowiadają przyjętej w niniejszym badaniu konwencji. Otrzymane rezultaty przedstawiono w tabeli 5.

**TABELA 5.** Ocena efektywności i ryzyka polskich funduszy obligacji w poszczególnych okresach oraz wartość statystyki testującej różnice średnich wyników funduszy i benchmarku w całym okresie badania

Okres	$r$	$SR$	$TR$	$\alpha$	$SD$	$\beta$	$R_2$	Benchmark*	
								zwrot	ryzyko
2000	0,1185	-1,0346	-0,6001	-0,0336	0,0061	0,4392	0,3137	0,1179	0,0110
2001	0,1473	0,0945	0,0481	-0,0027	0,0074	0,4323	0,3714	0,2281	0,0115
2002	0,1310	0,8256	0,1348	-0,0003	0,0049	0,4953	0,5439	0,1814	0,0067
2003	0,0227	-0,3233	-0,0527	-0,0016	0,0077	0,7121	0,6741	0,0338	0,0113
2004	0,0522	-0,0633	-0,0094	-0,0001	0,0058	0,6369	0,6954	0,0773	0,0084
2005	0,0638	0,1276	0,0183	-0,0003	0,0086	0,7685	0,6416	0,0835	0,0097
2006	0,0426	0,0200	0,0023	0,0001	0,0064	1,0245	0,7275	0,0480	0,0068
2007	0,0226	-0,4252	-0,0299	0,0000	0,0040	0,7570	0,6623	0,0168	0,0052
2008	0,1018	0,2149	0,1564	-0,0042	0,0191	0,7885	0,6513	0,0895	0,0160
2009	0,0620	0,4111	0,0333	0,0056	0,0095	0,9209	0,6362	0,0409	0,0089
2010	0,0606	0,4622	0,0400	0,0019	0,0085	1,0118	0,5867	0,0651	0,0062
2011	0,0497	0,2275	0,0104	-0,0001	0,0056	0,9268	0,6299	0,0581	0,0060
2012	0,1055	0,9818	0,1178	0,0007	0,0051	0,8287	0,6614	0,1261	0,0061
2013	0,0235	0,1394	-0,0162	-0,0013	0,0090	0,7630	0,7598	0,0188	0,0129
2014	0,0588	0,7839	0,0634	0,0023	0,0046	0,8276	0,7442	0,0931	0,0079
2015	0,0108	0,1065	-0,0155	0,0070	0,0060	0,6984	0,6940	0,0147	0,0085
2000-2003	0,0987	-0,1013	-0,1051	-0,0086	0,0065	0,5351	0,4942	0,1403	0,0101
2004-2007	0,0808	0,0968	0,0234	-0,0001	0,0064	0,5834	0,5880	0,0564	0,0075
2008-2011	0,0641	0,1061	0,0174	0,0008	0,0069	0,6632	0,6432	0,0634	0,0093
2012-2015	0,0459	-0,0450	-0,0088	0,0027	0,0071	0,8047	0,6873	0,0632	0,0088
2000-2015	0,0537	0,2900	0,0173	0,0008	0,0070	0,7893	0,6638	0,0808	0,0089
Wartość statystyki $t$ (Welcha)	-1,1378	liczba stopni swobody		16	minimalna wartość krytyczna ( $t$ ) do osiągnięcia dla poziomu istotności 10%		1,7459		

\* Benchmarkiem dla polskich funduszy obligacji był indeks obligacji IROS.

Źródło: Opracowanie własne.

Z przedstawionych w tabeli 5 danych wynika, że stopy zwrotu osiągnięte dzięki inwestycji w fundusze obligacji jedynie w pięciu na 16 rocznych okresów dostarczyły wyników nieznacznie większych niż przyjęty w badaniu benchmark. Zostało to zarejestrowane w latach 2000, 2007–2009 oraz 2013. Pozostałe mierniki wyników uwzględniające ryzyko charakteryzowały się dość znaczącą dynamiką zmian w poszczególnych latach. Wskaźnik Treynora, a w szczególności wskaźnik Sharpe'a dostarczyły pozytywnych rezultatów – średniorocznych wyników – w całym okresie badania. Wartości miar Jensena<sup>5</sup> okazały się dodatnie jedynie w siedmiu na 16 rocznych okresów oraz nieznacznie w całym okresie analizy.

Analiza poziomu ryzyka dla funduszy obligacji, przy wykorzystaniu odchylenia standardowego, współczynnika Beta oraz wskaźnika  $R^2$ , dostarczyła całkowicie odmiennych rezultatów od tych przedstawionych w poprzednio omawianych grupach funduszy. Odchylenie stóp zwrotu funduszu od ich średniej w danym okresie okazało się niewielkie. Średnioroczna wartość tego pomiaru w okresie 2000–2015 wyniosła 0,0070. Największe wahania wyników analizowanych funduszy zaobserwowano w 2008 roku, kiedy to kryzys finansowy był najbardziej odczuwalny na polskim rynku papierów wartościowych. Z kolei mierzona siła reakcji stóp zwrotu na zmianę zwrotu z benchmarku, w postaci współczynnika Beta, nakazuje oceniać fundusze obligacji jako mniej zyskujące przy wzrostach benchmarku, a jednocześnie tracące mniej przy jego spadku. Wskaźnik determinacji, mierzący stopień dopasowania wyników funduszy obligacji do wzorca, pozwala na stwierdzenie, że jedynie w 66% benchmark tłumaczy zmiany stopy zwrotu analizowanych podmiotów.

Ustalenia poczynione z wykorzystaniem testu różnic między średnimi dostarczają rezultatów mówiących o uzyskiwaniu przez fundusze gorszych stóp zwrotu niż potencjalne dochody osiąmane przez wzorzec odniesienia (wartość statystyki  $t$  na poziomie  $-1,1378$ ). Jednak wyniki te okazały się statystycznie nieistotne.

## WNIOSKI

Przedkładana praca miała na celu dokonanie wstępnej oceny gospodarowania funduszy inwestycyjnych poprzez wykorzystanie analizy osiągniętych stóp zwrotu, jak również miar pokazujących poziom ryzyka uwzględnianego w funduszach. Wykorzystano w tym celu tradycyjne podejścia do oceny efektów gospodarowania. Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury dokonano wyboru metod pomiaru wyników, którymi były: ciągła stopa zwrotu, wskaźnik Sharpe'a,

<sup>5</sup> Rezultaty osiągnięte przy użyciu wykorzystanych alf Jensena należy traktować z ostrożnością. Na 395 wyestymowanych parametrów jedynie 80 (ok. 20%) okazało się być statystycznie istotne dla funduszy obligacji.



wskaźnik Treynora oraz alfa Jensena. Z kolei pomiar ryzyka towarzyszącego inwestycjom realizowany był poprzez odchylenie standardowe, współczynnik Beta oraz wskaźnika  $R^2$ .

Na podstawie wykorzystanych danych możliwe było dokonanie wnioskowania dotyczącego 221 krajowych funduszy funkcjonujących w ramach trzech segmentów: akcji, mieszanych oraz obligacji. Okres badania obejmował lata 2000–2015. W wyniku przeprowadzonej analizy stwierdzono, że wyniki generowane przez fundusze inwestycyjne w większości nie przewyższały dochodu otrzymanego z odpowiednio dobranego benchmarku. Oznacza to, że uzyskane rezultaty mogą być zgodne z hipotezą rynku efektywnego. Jednak przeprowadzone testy dostarczały w większości przypadków statystycznie nieistotnych rezultatów za odrzuceniem hipotezy o równości średnich w funduszach oraz dochodzie z wzorca odniesienia. Wraz z przechodzeniem do kolejnych segmentów funduszy, które inwestowały aktywa w mniej ryzykowne papiery wartościowe, poziom zmienności, wrażliwości na zmiany wartości wzorca oraz dopasowania do benchmarku ulegał zmniejszeniu. W badaniu odnotowano zależność zmian średnich stóp zwrotu ważonych ryzykiem od okresowej sytuacji rynkowej. Niniejsze opracowanie może być traktowane jako wprowadzenie do oceny efektów gospodarowania funduszy inwestycyjnych i może stanowić podstawę do dalszych rozważań i analiz w tym zakresie.

## Spis literatury

- AMIHUD Y., GOYENKO R. 2013: Mutual Fund's  $R^2$  as Predictor of Performance. *Review of Financial Studies* 26, 3, s. 667–694.
- BALICKI A., MAKAĆ W. 1997: *Metody wnioskowania statystycznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- BLUME M.E. 1971: On the Assessment of Risk, *The Journal of Finance* 26, 1, s. 1–10.
- CARHART M. 1997: On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 1, 57–82.
- CARLSON R.S. 1970: Aggregate Performance of Mutual Funds: 1948–1967. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5, s. 1–32.
- CHEN J., HONG H., HUANG M., KUBIK J. 2004: Does fund size erode performance. Liquidity, organizational diseconomies, and active money management, *American Economic Review* 94, 5, s. 1276–1302.
- CZEKAJ J., WOŚ M., ŻARNOWSKI J. 2001: *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- DANIEL K., GRINBLATT M., TITMAN S., WERMERS R. 1997: Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks, *Journal of Finance* 52, 3, s. 1035–1058.
- FERSON W., MO H. 2016: Performance measurement with selectivity, market and volatility timing, *Journal of Financial Economics* 121, 1, s. 93–110.



- FILIP D. 2016: Rozproszenie wyników polskich funduszy inwestycyjnych, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Studia Ekonomiczne* [w druku].
- GABRYELCZYK K. 2005: Efekt przetrwania i wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych w Polsce (w:) *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, (red.) K. Jajuga, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław, s. 176–184.
- GANDHI R.K., PERUMAL R. 2016: Performance of Selected Bank Mutual Funds Schemes Impact in Investors' Decision Making, *International Journal of Advanced Research* 5, 3, s. 361–370.
- GOETZMANN W., IBBOTSON R. 1994: Do Winners Repeat?, *Journal of Portfolio Management* 20, 2, s. 9–18.
- GRINBLATT M., TITMAN S. 1989: Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings, *Journal of Business* 62, 3, s. 393–416.
- HOLMES K.A., FAFF R.W. 2007: Style drift, fund flow and fund performance: new cross-sectional evidence, *Financial Services Review* 16, 4, s. 55–71.
- ISOTALO J. 2014: *Basics of Statistics*. Independent Publishing Platform, CreateSpace.
- JACKOWICZ K., FILIP D. 2009: Powtarzalność wyników funduszy inwestycyjnych w Polsce, NBP, *Materiały i Studia* 236.
- JAMRÓZ P., JAMRÓZ K. 2012: Efektywność wybranych funduszy inwestycyjnych rynku akcji w okresie hossy i bessy, *Optimum, Studia Ekonomiczne* 6 (60), s. 35–51.
- JENSEN M. 1968: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964, *Journal of Finance* 23, 1, s. 389–416.
- KOSOWSKI R., TIMMERMANN A., WERMERS R., WHITE H. 2006: Can Mutual Fund “Stars” Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis, *Journal of Finance* 61, 6, s. 2551–2595.
- LI H., ZHANG X., ZHAO R. 2011: Investing in talents: manager characteristics and hedge fund performances, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, s. 59–82.
- LINTNER J. 1965: The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *The Review of Economics and Statistics* 47, 1, s. 13–37.
- MARKOWITZ H. 1952: Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7, 1, s. 77–91.
- MEUCCI A. 2010: Linear vs. Compounded Returns – Common Pitfalls in Portfolio Management, *GARP Risk Professional “The Quant Classroom” series* 2, s. 49–51.
- MIZIOŁEK T. 1997: Ocena efektywności inwestowania w fundusze powiernicze, *Nasz Rynek Kapitałowy* 11, s. 37.
- MOSSIN J. 1966: Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 34, 4, s. 768–783.
- OLBRYŚ J. 2010: Ocena efektywności zarządzania portfelem funduszu inwestycyjnego z wykorzystaniem wybranych wieloczynnikowych modeli market-timing, *Optimum. Studia Ekonomiczne* 4 (48), s. 44–61.
- SHARPE W.F. 1964: Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance* 19, 3, s. 425–442.
- SHARPE W.F. 1966: Mutual fund performance, *Journal of Business* 39, 1, s. 119–138.



- TREYNOR J.L. 1965: How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review* 43, 1, s. 63–75.
- WELCH B.L. 1947: The generalization of “student’s” problem when several different population variances are involved, *Biometrika* 34, s. 28–35.
- WĘGRZYN T. 2015: Efektywność funduszy inwestycyjnych stosujących aktywne strategie zarządzania portfelem, *Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach* 239, s. 141–152.
- ZAMOJSKA A. 2011: Empiryczna weryfikacja powtarzalności wyników funduszy akcyjnych rynku krajowego, *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 183, s. 482–490.
- ZAREMBA A. 2010: Is mutual fund performance persistent? Evidence from the Polish market? *Zarządzanie Finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* 586. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 25, s. 155–164.

#### THE MEASUREMENT OF PERFORMANCE AND RISK OF POLISH MUTUAL FUNDS

**Abstract.** The aim of the paper is to preliminarily evaluate the performance of mutual funds operated in Poland in the 2000–2015 period. Using a large study sample, consisted of 221 domestic funds, an author analyzed mutual fund returns obtained among three segments: equity, mixed and bond. By means of classic measures of returns as well as popular measures of risk, there was possible to examine if Polish mutual funds possess the ability to outperform. There was observed that funds had obtained worse mean returns than appropriate benchmark, in general. However, the results in most cases were statistically insignificant. A higher risk level in funds corresponds with an increased equity holding.

**Key words:** mutual funds, performance, risk, efficiency





## GRUPA KAPITAŁOWA JAKO SPECYFICZNY PODMIOT RAPORTUJĄCY INFORMACJE FINANSOWE I NIEFINANSOWE

Hanna Sikacz

Katedra Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa  
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

**Abstrakt.** Celem artykułu jest wskazanie istotnych kwestii, które powinno się uwzględnić w trakcie procesu tworzenia raportu CSR lub raportu zintegrowanego grupy kapitałowej. Punktem wyjścia do opracowania było założenie, iż raportowanie informacji niefinansowych grup kapitałowych w Polsce są jeszcze na początku drogi rozwoju, a jednostki zależne w grupach kapitałowych w Polsce nie są przygotowane jeszcze do raportowania danych niefinansowych i przekazywania tych danych do jednostki dominującej. W artykule zaproponowano zmiany w raportowaniu informacji finansowych i niefinansowych, istotne kwestie dotyczące funkcjonowania grup kapitałowych w kontekście raportowania zintegrowanego oraz wybrane trudności związane z tym raportowaniem. Opracowanie może przyczynić się do poprawy jakości prezentowanych informacji w raportach informacji niefinansowych grup kapitałowych.

**Słowa kluczowe:** CSR, raportowanie CSR, raportowanie zrównoważonego rozwoju, raportowanie zintegrowane, grupa kapitałowa

### WSTĘP

Współdziałanie gospodarcze samodzielnych przedsiębiorstw w ramach grupy kapitałowej to popularna forma prowadzenia działalności, będącą często konsekwencją tego, że w ramach struktur organizacyjnych jednego przedsiębiorstwa nie można sprostać wymaganiom otoczenia, często różnorodnym i przeczystawnym. Utworzenie nowych lub rozbudowanie już istniejących grup kapitałowych

to szansa na osiągnięcie szeroko rozumianych celów wyznaczonych w przedsiębiorstwach. Mimo że duże podmioty gospodarcze nie stanowią większościowego udziału w strukturze ilościowej przedsiębiorstw w porównaniu z małymi i średnimi przedsiębiorstwami, to jednak właśnie one, w ramach grup kapitałowych, odpowiadają za funkcjonowanie tych mniejszych, często determinując nawet ich istnienie.

Wchodząca w życie od 1 stycznia 2017 r. dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE w sprawie ujawniania informacji niefinansowych dotyczy w dużej mierze grup kapitałowych. Powoduje to, że pojawiło się kolejne wyzwanie, z którym zmierzają się obecnie grupy kapitałowe. Raporty informacji niefinansowych już są publikowane, poddawane analizie i ocenie przez różne grupy interesariuszy. Jedną z takich grup są jednostki zależne, często małe i średnie przedsiębiorstwa działające w strukturze grupy kapitałowej. Jak wskazują wyniki badań nie we wszystkich tzw. raportach CSR (inne możliwe nazwy: raport społeczny, raport zrównoważonego rozwoju) lub raportach zintegrowanych grup kapitałowych jednostki zależne są brane pod uwagę jako istotna grupa interesariuszy zaangażowana w działania społecznie odpowiedzialne. Raportowanie informacji finansowych w grupach kapitałowych jest na tyle rozwinięte, że mamy do czynienia ze sprawozdaniami jednostkowymi i skonsolidowanymi. W Polsce raportowanie informacji niefinansowych wśród grup kapitałowych jest na początku drogi rozwoju. Wychodząc z założenia, że takie raporty odzwierciedlają zaangażowanie przedsiębiorstwa w obszarze CSR, można przypuszczać, że jednostki zależne w grupach kapitałowych w Polsce nie są przygotowane jeszcze do raportowania danych niefinansowych i przekazywania ich do jednostki dominującej. Możliwe, że jednostki zależne nie są zaangażowane w strategię CSR i jeśli tylko są takie strategię, to dotyczą jednostki dominującej, a nie przekładają się na całą grupę kapitałową [Sikacz 2016].

Punktem wyjścia do przedstawionego opracowania są powyższe wnioski z badań. Głównym celem artykułu jest wskazanie istotnych kwestii, które powinno się uwzględnić w trakcie procesu tworzenia raportu CSR lub raportu zintegrowanego grupy kapitałowej. Tworząc takie raporty należy zwrócić uwagę na pewne cechy charakterystyczne dla grup kapitałowych, które powinny różnicować te raporty od tych dedykowanych przedsiębiorstwom niedziałającym w strukturze grupy.

Publikacja jest kontynuacją wątku poruszonego w innym opracowaniu autorki pt. „Raportowanie informacji pozafinansowych grup kapitałowych”, którego podstawą była analiza treści raportów w kontekście informacji niefinansowych o jednostkach zależnych funkcjonujących w ramach grupy kapitałowej. Przemyslenia związane z przeglądem treści tych raportów skłoniły do opracowania, które może przyczynić się do poprawy jakości prezentowanych informacji w raportach informacji niefinansowych grup kapitałowych.

## KIERUNEK ZMIAN W RAPORTOWANIU INFORMACJI FINANSOWYCH I NIEFINANSOWYCH

Współczesne warunki rynkowe stawiają przed przedsiębiorstwami nowe wyzwania biznesowe. Jednym z takich wyzwań jest oczekiwanie większej transparentności w zakresie raportowania. Odpowiedzią na to wyzwanie jest obserwowany trend raportowania danych finansowych oraz niefinansowych w jednym dokumencie, określanym jako raport zintegrowany. Raportowanie zintegrowane łączy w sobie istotne informacje na temat strategii, zarządzania, wyników i perspektyw na przyszłość organizacji, w sposób, który odzwierciedla ekonomiczny, społeczny i środowiskowy kontekst, w którym ona działa. Takie raportowanie ma stanowić jasne i zwięzłe przedstawienie, w jaki sposób organizacja demonstruje swoją odpowiedzialność i jak tworzy wartość, teraz i w przyszłości. Raportowanie zintegrowane ma łączyć najbardziej istotne elementy informacji obecnie przedstawianych w oddzielnych dokumentach (raport finansowy, sprawozdanie zarządu, oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, raport zrównoważonego rozwoju) w spójną całość. Raport zintegrowany ma wyjaśniać, w jaki sposób dane pozafinansowe wpływają na zdolność organizacji do tworzenia i podtrzymywania wartości w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej [Raportowanie... 2013]. Sprawozdawczość zintegrowana powinna ukazywać powiązania pomiędzy strategią, zarządzaniem, wynikami finansowymi oraz społecznymi, środowiskowymi i gospodarczymi warunkami działalności przedsiębiorstw. Powinny również pozwalać zarządzającym podejmować bardziej społecznie odpowiedzialne decyzje, a inwestorom i innym interesariuszom lepiej zrozumieć funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Koncepcja sprawozdawczości zintegrowanej powstała dzięki działalności Global Reporting Initiative (GRI) i rozwojowi społecznej sprawozdawczości. Zgodnie z przeglądem światowej i polskiej literatury zainteresowanie sprawozdawczością zintegrowaną rośnie i można przypuszczać, że stanie się ona jednym z głównych nurtów badawczych rachunkowości w najbliższych latach [Krasodomska 2015].

Biorąc pod uwagę wytyczne GRI ustalenia wspomnianej wcześniej dyrektywy 2014/95/UE, wydaje się, że trend rozwoju raportowania zintegrowanego jest nieuchronny. Wydaje się, że przyszłość sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw będzie należeć do zintegrowanego raportowania [Paszkiwicz 2013]. Przyszłość ta związana jest z ujawnianiem informacji finansowych i niefinansowych w taki sposób, aby pokazać relacje je łączące i umożliwić znalezienie odpowiedzi na fundamentalne pytanie: Jak niefinansowe wyniki wpływają na dokonania podmiotu o charakterze ściśle finansowym i odwrotnie? [Eccles i Krzus 2010].

Znaczenie i rozwój zintegrowanej sprawozdawczości będzie zależeć od znaczenia i rozwoju społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, która stanowi



jedno z najważniejszych wyzwań współczesnego świata gospodarczego. Wprowadzenie zasad związanych ze społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw w bardzo różnorodny sposób wpływa na działalność spółki, w tym na jej sprawozdawczość. W szczególności wiąże się to z rozbudową sprawozdawczości, zwiększeniem ujawnień i wyborem mierników niefinansowych [Bek-Gaik i Rymkiewicz 2014].

Przy tworzeniu raportów zintegrowanych najtrudniejsza jest konsolidacja informacji finansowych i niefinansowych. Ważnym rezultatem pracy J. Samelaka jest sformułowanie dwóch koncepcji zintegrowania sprawozdawczości finansowej i niefinansowej przedsiębiorstw, od których zależy kształt zintegrowanego sprawozdania. Punktem wyjścia w pierwszej koncepcji, nazwanej koncepcją rocznego raportu, jest dotychczasowy, wynikający z regulacji prawnych model sprawozdawczości przedsiębiorstw, którego zakres informacji, zgodnie z koncepcją autora, ulega poszerzeniu o nowe obszary informacyjne. Druga koncepcja, nazwana koncepcją zintegrowanego sprawozdania, której punktem wyjścia jest z kolei sprawozdanie niefinansowe (raport ESG), zakłada równoprawne traktowanie informacji niefinansowych i finansowych (zawartych w sprawozdaniu finansowym). Według autora celem zintegrowanego sprawozdania przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego powinno być dostarczenie interesariuszom kompletnej, spójnej i użytecznej informacji retro- i prospektywnej o efektach działalności i posiadanych zasobach przez zintegrowanie informacji finansowych (sprawozdanie finansowe) z informacjami niefinansowymi, informacje środowiskowe, społeczne, dotyczące ładu korporacyjnego – raport ESG, o kapitale intelektualnym w sposób pozwalający na prezentację pełnego, jasnego i wiarygodnego obrazu działalności i zasobów tego przedsiębiorstwa [Samelak 2013b].

Według autorki opracowania w raportach zintegrowanych powinna mieć miejsce równowaga (związana z zakresem, objętością, istotnością) pomiędzy zaprezentowaniem danych finansowych i niefinansowymi. Przedstawienie powiązań (wyrażenie związku) między tymi obszarami to bardzo ważna cecha raportu zintegrowanego. Raport zintegrowany przedsiębiorstwa powinien w sposób jasny, pełny i spójny przedstawiać obraz jego zasobów materialnych i niematerialnych. Tego samego powinno oczekiwać się od grup kapitałowych. Muszą one przedstawiać informacje dotyczące jednostki dominującej i wskazane jest, aby ujawniały również informacje odnośnie pozostałych jednostek powiązanych. Raport zintegrowany w grupach kapitałowych powinien być więc niejako „podwójnie” zintegrowany, w aspekcie informacji finansowych i niefinansowych, ale także w aspekcie informacji o jednostce dominującej i jednostkach jej podporządkowanych. W związku z powyższym wyzwaniem dla osób zarządzających grupami kapitałowymi jest organizacja złożonego procesu obiegu, ewidencji, przetwarzania,



analizy i raportowania danych finansowych i niefinansowych w taki sposób, aby efektem było zaprezentowanie wiarygodnych informacji na poziomie całej grupy kapitałowej szeroko rozumianym interesariuszom.

Na wiarygodność takich sprawozdań wpływa m.in. kilka cech, które w odniesieniu do informacji o charakterze niefinansowym, zawartych w zintegrowanym sprawozdaniu, wiążą się ze spełnieniem następujących atrybutów jakościowych: kompletności, dokładności, zrozumiałości, obiektywności, wrażliwości, terminowości, dostępności. Informacja o charakterze finansowym zawarta w sprawozdaniu finansowym (części finansowej zintegrowanego sprawozdania) powinna mieć takie cechy jakościowe, które decydują o użyteczności dostarczanych interesariuszom informacji. Jako fundamentalne wymagania jakościowe należy zatem przyjąć dwie cechy – przydatność (w tym istotność) oraz wierną prezentację, które są wzbogacone o porównywalność, sprawdzalność, terminowość, zrozumiałość [Samelak 2013a].

Biorąc powyższe pod uwagę, należy spodziewać się znaczących jakościowych zmian w sprawozdawczości przedsiębiorstw. Wyodrębnienie i przeanalizowanie trzech er w rozwoju sprawozdawczości przedsiębiorstw pozwala zaobserwować rozwijający się obecnie kierunek rozwoju sprawozdawczości przedsiębiorstw przygotowywanej w zgodzie z imperatywem zrównoważonego rozwoju. Przegląd poszczególnych faz tego rozwoju, jaki dokonała A. Karmańska, wskazuje na przesłanki, które były siłami napędowymi jakościowych skoków w obszarze raportowania dokonań przedsiębiorstwa. W tekście wyraża się przekonanie, iż krystalizuje się współcześnie czwarta era w rozwoju sprawozdawczości przedsiębiorstw, która zmieni istotnie koncepcyjnie model tej sprawozdawczości [Karmańska 2014a]. Według Karmańskiej istotą czwartej ery tego rozwoju jest jakościowy skok w obszarze raportowania dokonań przedsiębiorstwa. Występuje on wskutek skoncentrowania uwagi na tych ogniwach przedsiębiorstwa, dzięki którym – przy jednoczesnym imperatywie zrównoważonego rozwoju – następuje tworzenie wartości [Karmańska 2014b].

Jeśli mowa o wartości przedsiębiorstw w kontekście raportowania o niej w sprawozdaniach informacji finansowych i niefinansowych, to należy zwrócić uwagę, że wartość grupy kapitałowej w dużej mierze stanowi wartość jednostek zależnych, nie tylko jednostki dominującej. O jakości tych sprawozdań będzie więc także świadczyło komunikowanie o tej wartości w kontekście wszystkich jednostek tworzących grupę kapitałową. Dodatkowe wyzwanie, przed którymi stoją grupy kapitałowe związane jest z oczekiwaniami interesariuszy dotyczącymi poprawy jakości ich raportów, jakie już powstały, a nie uwzględniały specyfiki funkcjonowania w formie powiązanych kapitałowo przedsiębiorstw.



## ISTOTNE KWESTIE DOTYCZĄCE FUNKCJONOWANIA GRUP KAPITAŁOWYCH W KONTEKŚCIE RAPORTOWANIA ZINTEGROWANEGO

Utworzenie struktur wielopodmiotowych jest przedsięwzięciem trudnym, bowiem wymaga rozwiązania wielu skomplikowanych problemów prawno-organizacyjnych, podatkowych i księgowych [Malara i Jarosz 2004]. Jedną z przesłanek podjęcia takiego trudu jest jednak uzyskanie efektu synergii, który wynika z realizacji wspólnego celu postawionego przed spółkami z grupy. Tworząc grupę kapitałową, zakłada się, że wszystkie jednostki wchodzące w jej skład osiągną korzyści. Jednak w praktyce rozkład tych korzyści bywa nierównomierny – jest bardziej korzystny dla spółki dominującej, przynosząc szkodę spółce zależnej, pozostałym jej akcjonariuszom i wierzycielom [Postrach 2012].

Tworząc grupę kapitałową, spółka dominująca może jednak przekazać spółkom zależnym posiadany przez siebie kapitał know-how, finansowy czy też zasobów ludzkich. W celu usprawnienia działalności grupy kapitałowej, efektywniejszej kontroli spółek, a także przyspieszenia procesu rozwiązywania problemów, które mogą pojawić się w tak złożonym podmiocie, spółka dominująca może przenieść do spółek zależnych wykorzystywane w niej standardy nadzoru korporacyjnego. Jednostka dominująca może zdecydować o ujednoczeniu standardów nadzoru korporacyjnego we wszystkich spółkach należących do grupy kapitałowej. Wszystkie spółki wchodzące w skład grupy kapitałowej mogą mieć takie same przepisy wewnętrzne dotyczące tworzenia raportów okresowych i informacji w nich ujawnianych. Spółki wchodzące w skład jednej grupy kapitałowej mogą prowadzić jednolitą politykę w zakresie ujawniania informacji [Wieczorek 2014]. Spółka dominująca, dzięki swojej pozycji w stosunku do spółek zależnych, może wprowadzić w nich te same standardy nadzoru korporacyjnego, w tym te dotyczące ujawnień informacji, zarówno finansowych, jak i niefinansowych.

Duże przedsiębiorstwa (w tym w koncerny międzynarodowe), w których działania w zakresie CSR są często wpisane w strategię, mają na uwadze korzyści płynące z realizacji tych działań. Formami komunikowania o aktywności w obszarze CSR są promocja tej działalności, prowadzenie kampanii informacyjnych lub publikowanie okresowych raportów na ten temat, dzięki temu społeczną odpowiedzialność biznesu zdecydowanie łatwiej zauważyć w tych większych przedsiębiorstwach. Mniejsze firmy, mimo że w praktyce realizują pewne działania w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu, nie są świadome przynależności ich działań do sfery CSR i nie posiadają zazwyczaj żadnej strategii w tym zakresie [Śniezek 2014].

Jednak myślenie o CSR w kontekście budowania wartości już na początku tworzenia firmy jest łatwiejsze w mniejszym przedsiębiorstwie niż w grupie ka-

pitałowej. Znacznie łatwiejsze jest wdrażanie CSR i szybsze osiągnięcie efektów w mniejszym przedsiębiorstwie. W taki przypadku wystarczy jedna strategia, w której zintegrowane będą cele działalności, finansowe i niefinansowe tego podmiotu. W przeciwieństwie do małych firm, które często działają bez strategii, w dużych podmiotach (w tym grupach kapitałowych) funkcjonują dokumenty strategii. Tworzenie odrębnej strategii CSR wspierającej strategię biznesową lub przyjęcie jednej zintegrowanej strategii w grupach kapitałowych jest uzależnione od kilku czynników, takich jak struktura grupy kapitałowej, jej złożoność, rodzaj grupy kapitałowej, rodzaj prowadzonej działalności, stopień dywersyfikacji działalności spółek w grupach czy obszar działania. Uwzględnienie tych elementów w fazie opracowywania strategii CSR to podstawa do odpowiedniego jej wdrożenia i monitorowania. Jeśli w tym procesie uwzględnione są spółki zależne z grupy kapitałowej, jako jednej z bardziej istotnych grup interesariuszy wewnętrznych, to powinno to mieć odzwierciedlenie w raportach.

W celu wyciągnięcia wniosków dotyczących zawartości raportu odnoszących się do całej grupy kapitałowej lub tylko jednostki dominującej, można zastosować analogię do sprawozdań finansowych grupy kapitałowej, w której mamy do czynienia z jednostkowymi i skonsolidowanymi sprawozdaniami. Sporządzanie sprawozdania skonsolidowanego bez wcześniejszego sporządzenia sprawozdań jednostkowych spółek należących do grupy kapitałowej jest niemożliwe, podobnie jak weryfikacja skonsolidowanego sprawozdania bez wglądu do sprawozdań jednostkowych spółek należących do grupy. Jednocześnie skonsolidowane sprawozdania nie zawierają danych pojedynczych spółek należących do grupy, ponieważ dane te są wcześniej zsumowane, a następnie dokonywane są ich korekty wewnątrzgrupowe. Procesy raportowania finansowego i kontrolingowego wymagają więc od jednostek grupy kapitałowej odpowiedniej sprawności działania.

W przypadku raportów danych niefinansowych (raportów CSR) czy też raportów zintegrowanych nie mamy oddzielnych raportów jednostki dominującej i grupy kapitałowej. Z obserwacji publikowanych do tej pory raportów wynika, że dotyczą one jednego lub drugiego wariantu, choć różnie są tytułowane. Jeśli raport taki dotyczy tylko jednostki dojmującej, to niemożliwe jest wyciągnięcie wniosków dotyczących tworzenia i podtrzymywania wartości w grupie kapitałowej, a tej wartości nie można analizować tylko z punktu widzenia jednego przedsiębiorstwa.

Niewątpliwie w procesie pozyskiwania danych, zarówno finansowych, jak i niefinansowych, znaczącą rolę odgrywają powiązania i współpraca jednostki dominującej z jednostkami podporządkowanymi w grupie kapitałowej. Zakres działania centrum zarządzania grupy kapitałowej może obejmować taki obszar jej funkcjonowania jak właśnie raportowanie. W raportach powinna być odzwierciedlona współpraca jednostek powiązanych w zakresach m.in.: strategicznego



zarządzania zasobami ludzkimi, zarządzania ryzykiem, planowania, controllingu, marketingu, organizacji, realizacji strategii dotyczącej społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa.

Siła powiązań i intensywność współpracy między jednostkami w dużej mierze zależą od rodzaju grupy i szczególne znaczenie mają one w przypadku operacyjnych, a także zarządczych grup kapitałowych. Rodzaj grupy kapitałowej (operacyjna, zarządcza lub finansowa) ma przede wszystkim znaczenie przy pozyskiwaniu informacji niefinansowych na potrzeby opracowania raportu CSR lub zintegrowanego.

Jednym z obszarów poruszanych w powyższych raportach jest łańcuch dostaw. Obserwując tendencje związane z zainteresowaniem tematyką CSR na rynku, to na znaczeniu zyskuje między innymi temat związany z zarządzaniem łańcuchem dostaw. Przedsiębiorstwa uwzględniają w raportach relacje z dostawcami i opisują działania w tym zakresie. Z przeglądu raportów wynika, że główna uwaga skierowana jest w nich na dostawców zewnętrznych, tych którzy nie funkcjonują w ramach tej samej grupy kapitałowej. Biorąc pod uwagę, że w strukturze grupy kapitałowej często funkcjonuje wiele jednostek zależnych pełniących rolę dostawców dla innych spółek z tej samej grupy, to informacje o relacji z tą istotną grupą interesariuszy nie powinny zostać pominięte w raportach danych niefinansowych. Oczywiście nie chodzi tylko o raportowanie tych informacji, ale realne działania społecznie odpowiedzialne. Przykładowo, zgodnie z wytycznymi ISO 26000, w zakresie relacji z dostawcami działania te mogą dotyczyć:

- uwzględniania kryteriów społecznych i środowiskowych w praktykach i procedurach dotyczących zakupów, dystrybucji i zawierania umów,
- zachęcania innych organizacji do uwzględniania wyżej wymienionych kryteriów,
- wsparcia małych i średnich organizacji we wdrażaniu CSR, włącznie z podnoszeniem świadomości w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu, najlepszych praktyk oraz udzielaniem dodatkowej pomocy,
- podnoszenia świadomości na temat społecznej odpowiedzialności biznesu wśród organizacji, z którymi współpracuje,
- promocji uczciwych i zgodnych z rzeczywistością kosztów i korzyści z tytułu wdrożenia w łańcuchu wartości odpowiedzialnych społecznie praktyk.

W grupie kapitałowej te wytyczne i zalecenia powinny dotyczyć wszystkich spółek zależnych, nie tylko jednostki dominującej. Nie chodzi jednak tylko o łańcuch dostaw, ale także włączanie spółek zależnych w działania CSR związane z ładem organizacyjnym, prawami człowieka, praktykami z zakresu pracy, środowiskiem, uczciwymi praktykami operacyjnymi, zagadnieniami konsumenci, zaangażowaniem społecznym i rozwojem społeczności lokalnej. W grupie kapitałowej powinien mieć miejsce proces zarządzania w sposób zrównoważony

wszystkimi obszarami swojej aktywności. Wszystkie podmioty grupy powinny mieć własne strategie zrównoważonego rozwoju i odpowiedzialnego biznesu, spójne ze strategią jednostki dominującej, a jednocześnie odzwierciedlające ich specyfikę biznesową. Realizując ogólną strategię grupy kapitałowej, powinny zarządzać i porządkować kwestie odpowiedzialności społecznej zgodnie z własnymi uwarunkowaniami i potrzebami.

Raporty finansowe i niefinansowe są istotnym nośnikiem informacji o realizowanej strategii w grupie kapitałowej oraz realizowaniu jej w jednostkach zależnych. Jednym z istotnych aspektów strategii, która w dużej mierze interesuje interesariuszy, jest zarządzanie ryzykiem. Raportowanie pełni istotną rolę w dostarczaniu informacji o ryzyku ponoszonym przez grupę akcjonariuszom, klientom, agencjom ratingowym i regulatorom. Raportowanie jest jednym z etapów cyklu zarządzania ryzykiem (po etapach identyfikacji, pomiaru, analizy i oceny, a przed etapami ograniczania, a następnie monitorowania). Biorąc pod uwagę elementy strategii ryzyka, to jednym z nich jest ustalenie apetytu na ryzyko, definiującego szereg wyznaczonych limitów ryzyka [Gołąb 2012]. Apetyt na ryzyko, jako łączna akceptowalna ekspozycja na ryzyko (skłonność do akceptacji ryzyka), w grupach kapitałowych może być podzielony na jej spółki. W związku z powyższym raporty zintegrowane powinny dotyczyć nie tylko jednostki dominującej, ale jednak całej grupy kapitałowej.

Raportowanie informacji finansowych i niefinansowych powinno przedstawiać pełny obraz grupy kapitałowej. Z takich raportów można wychwycić informacje nie tylko o powiązaniach między jednostkami, ale także o tożsamości korporacyjnej grupy kapitałowej, która powinna być zgodna z celami strategicznymi działaniami grupy i nie powinna ograniczać się do podstawowych elementów tożsamości wizualnej i informacyjnej [Trocki 2004]. Z takim jednak stanem mamy często do czynienia.

## **TRUDNOŚCI ZWIĄZANE Z RAPORTOWANIEM ZINTEGROWANYM GRUP KAPITAŁOWYCH**

Proces wdrożenia raportowania niefinansowych aspektów działalności nie jest pozbawiony trudności, zaś raportowanie zintegrowane to jeszcze większe wyzwanie dla organizacji. Z powodu braku doświadczenia i odpowiednich wzorców sporządzania raportów zintegrowanych przedsiębiorstwa często muszą wypracowywać własne praktyki i je doskonalić na zasadzie prób i błędów. W sytuacji dużego stopnia złożoności grupy kapitałowej, składającej się z wielu spółek o różnej specyfice działalności, nie tylko w kraju, ale i za granicą, wyzwanie związane ze sporządzeniem raportu zintegrowanego dotyczącego całej grupy kapitałowej jest



większe. Procesy związane ze zróżnicowanymi aspektami działalności wymagają wdrożenia nie tylko złożonych metod analizowania danych sprawozdawczych w aspekcie zrównoważonego rozwoju oraz społecznej odpowiedzialności, ale także agregowania informacji wynikowych w skali grupy kapitałowej.

Decyzja dotycząca rozpoczęcia procesu przygotowywania raportu informacji niefinansowych powoduje rozszerzenie zakresu pozyskania pożądaných danych na poziomie grupy. Trudności w pozyskiwaniu informacji w grupie kapitałowej związanych z raportowaniem zintegrowanym mogą być związane z brakiem automatyzacji i centralizacji procesu raportowania. Wyzwaniem dla grup kapitałowych może być sytuacja pozyskiwania w przypadku niektórych grup wskaźników danych źródłowych z różnych komórek i jednostek organizacyjnych, podmiotów zależnych. Jest to dość czasochłonne i wymaga stopniowego wprowadzania działań optymalizacyjnych.

Jeden z możliwych czynników, który utrudnia lub nawet uniemożliwia opracowanie raportu informacji niefinansowych dla grupy kapitałowej, dotyczy braku jednolitej organizacji procesu pozyskiwania danych z jednostek podporządkowanych wraz z organizacją całego procesu przetwarzania danych na poziomie grupy oraz ich prezentacją dla potrzeb różnych grup interesariuszy, co ma na celu dostarczenie kompletnych i spójnych informacji finansowych i niefinansowych w przekroju całej grupy kapitałowej. Inną ważną kwestią jest automatyzacja procesu raportowania z wykorzystaniem specjalizowanych narzędzi informatycznych bardziej zaawansowanych niż arkusze kalkulacyjne i edytory tekstów.

Trudności związane z koniecznością pełnej integracji danych źródłowych dotyczących całej grupy zarówno dla potrzeb raportów statutowych, jak i dla potrzeb zarządzania, mogą odbić się na jakości danych, która związana jest (zgodnie z wytycznymi GRI) z zasadami<sup>1</sup>: wyważenia, porównywalności, dokładności, terminowości, przejrzystości i wiarygodności.

<sup>1</sup> Zasada wyważenia obliuguje przygotowującego raport do zaprezentowania pozytywnych i negatywnych aspektów, tym samym umożliwiając właściwą ocenę całościowych wyników podmiotu. Zasada porównywalności wymaga, aby poszczególne kwestie oraz informacje były dobierane, zestawiane i prezentowane w sposób spójny i konsekwentny, umożliwiając interesariuszom przeanalizowanie zmian w wynikach podmiotu oraz ich porównanie w czasie i przestrzeni. Zgodnie z zasadą dokładności prezentowane w raporcie informacje powinny być dokładne i szczegółowe, aby interesariusze mogli ocenić wyniki raportującego podmiotu. W myśl zasady terminowości raporty powinny być sporządzane regularnie, a prezentowane w nich informacje powinny być dostępne na czas, aby interesariusze mogli podejmować świadome decyzje. Spełnienie zasady przejrzystości oznacza udostępnianie informacji w sposób zrozumiały i dostępny dla interesariuszy korzystających z raportu. Zasada wiarygodności wymaga, aby informacje i procesy zastosowane do sporządzania raportu zostały zebrane, zarejestrowane, zestawione, przeanalizowane i zaprezentowane w sposób pozwalający na weryfikację i ustalenie jakości i istotności informacji [Remlein 2015].

Trudności we wdrażaniu raportowania zintegrowanego w grupie kapitałowej są domeną jedynie jednostki dominującej, jak i jednostek zależnych. Odbiorcy zewnętrzni raportów borykają się natomiast z innym problemem. Różny zakres i forma prezentacji zintegrowanych raportów utrudnia analizę struktury oraz zakresu informacji prezentowanych w tych sprawozdaniach nie tylko między różnymi podmiotami, ale także jednego przedsiębiorstwa, biorąc pod uwagę porównywanie danych w czasie. W grupach kapitałowych dochodzi problem informacji na temat jednostek zależnych. Brak jednolitych zasad opracowywania sprawozdań zintegrowanych może stanowić istotny problem dla korzystających z tych informacji interesariuszy, utrudniając im dokonywanie porównań i właściwych wyborów.

## WNIOSKI

Reasumując powyższe przemyślenia, powinno dążyć się do poprawy jakości raportowania informacji niefinansowych grup kapitałowych w kontekście czynników tworzących ich wartość. Strategia grupy kapitałowej stanowi pierwotne narzędzie integracji jej uczestników. Powstanie raportów CSR lub zintegrowanych powinno być konsekwencją posiadania przez całą grupę kapitałową strategii społecznie odpowiedzialnej. Zanim podejmie się działania zmierzające do powstania raportu zintegrowanego, przedsiębiorstwa powinny w pierwszej kolejności rozwinąć tę strategię zmierzającą do integracji grupy w różnych obszarach. Zorientowanie jednostek powiązanych na tą wspólną strategię grupy kapitałowej, czego konsekwencją powinno być ujednoczenie standardów nadzoru korporacyjnego, a następnie odpowiednia organizacja procesu pozyskiwania danych do raportów w pierwszej kolejności wewnętrznych, a następnie zewnętrznych, których podstawą jest współpraca jednostki dominującej z jednostkami podporządkowanymi w grupie kapitałowej, może przyczynić się do poprawy jakości raportów informacji niefinansowych.

## Spis literatury

- BEK-GAIK B., RYMKIEWICZ B. 2014: Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a finansowe miary dokonań (w:) Narzędzia zarządzania finansami (red.) D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 804, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 67, s. 137–151.
- ECCLES R.G., KRZUS M.P. 2010: One report. Integrated Reporting for a Sustainable Strategy, John Wiley & Sons, New Jersey.
- GOŁĄB P. 2012: Grupy kapitałowe na współczesnym rynku ubezpieczeniowym, Poltext, Warszawa.



- KARMAŃSKA A. 2014a: The imperative of sustainable growth and reporting integration three eras in the corporate reporting development, *Copernican Journal of Finance & Accounting*, s. 73–82.
- KARMAŃSKA A. 2014b: The imperative of sustainable growth and reporting integration. The fourth era in the corporate reporting development, *Copernican Journal of Finance & Accounting* 3, 2, s. 49–66.
- KRASODOMSKA J. 2015: Sprawozdawczość zintegrowana jako nowy obszar badań naukowych w rachunkowości, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 82 (138), s. 787–792.
- MALARA Z., JAROSZ P. 2004: Emisje giełdowe jako instrument budowy przewagi konkurencyjnej grup kapitałowych (w:) *Zarządzanie w grupach kapitałowych. Aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne* (red.) B. Nogalski, P. Walentynowicz, Wydawnictwo WSAiB, Gdynia, s. 238–248.
- PASZKIEWICZ A. 2013: Raportowanie zintegrowane jako przejaw ewolucji sprawozdawczości finansowej, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 288, s. 126–137.
- POSTRACH K. 2012: Struktura własności polskich banków w świetle nowych regulacji systemu bankowego Unii Europejskiej (w:) *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego* (red.) P. Urbanek, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Raportowanie danych pozafinansowych. Przewodnik dla przedsiębiorstw 2013, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa.
- REMLEIN M. 2015: Doświadczenia polskich grup kapitałowych w zakresie zintegrowanej sprawozdawczości, *Studia Oeconomica Posnaniensia* 3, 1, s. 149–166.
- SAMELAK J. 2013a: Ramy koncepcyjne zintegrowanego sprawozdania jako formy raportowania CSR, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 314, s. 155–165.
- SAMELAK J. 2013b: Zintegrowane sprawozdanie przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- SIKACZ H. 2016: Raportowanie informacji pozafinansowych grup kapitałowych, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, Szczecin [w druku].
- ŚNIEŻEK E. 2014: Społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwo przyszłości w kontekście ponadczasowych przemysłów Profesor Elżbiety Burzym, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 76 (132), s. 75–88.
- TROCKI M. 2004: Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie, PWE, Warszawa.
- WIECZOREK A. 2014: Transparentność polityki wynagradzania kadry kierowniczej w grupie kapitałowej – analiza przypadku na przykładzie Banku Unicredit, *Studia Prawno-Ekonomiczne* 9/2, s. 411–426.

## REPORTING OF FINANCIAL AND NON-FINANCIAL INFORMATION OF CAPITAL GROUPS

**Abstract.** The aim of this article is to identify significant issues that should be taken into account during the process of creating a CSR report or an integrated report of a capital group. The starting point for the publication was the assump-





tion that the reporting of non-financial information of capital groups in Poland are still in the early stages of development, and subsidiaries in capital groups in Poland are not yet prepared for reporting non-financial data and transmit that data to the parent company. The article proposed changes in the reporting of financial and non-financial, important issues concerning the functioning of groups of companies in the context of an integrated reporting and selected the difficulties associated with this reporting. The publication can contribute to improving the quality of information presented in the reports about non-financial information of capital groups.

**Key words:** CSR, CSR reporting, sustainability reporting, integrated reporting, capital group





## POSSIBILITIES OF CORPORATE FINANCIAL AND NON-FINANCIAL PERFORMANCE MEASUREMENT

Aron Szennay  
Budapest Business School  
University of Applied Sciences

**Abstract.** This paper examines the relationship between the traditional financial and non-financial performances and the author attempts to suggest a possible new complex measurement method. Complex performance matrix (CPM) is a fast and easy tool in order to measure companies' financial and non-financial performance. CPM has three dimensions: organisation size, economic performance and environmental performance. The author suggest that corporate analyses complemented by the CPM may show a more proper result.

**Key words:** non-financial performance, corporate finance, sustainability, CSR

### INTRODUCTION

After the reconstruction period of the World War II, the population of the developed world began to respect nature stronger than before. Simultaneously, green movements were established and they became more and more conscious and their activities got more and more widespread.. Western societies took the *not so green* industries under fire. While in the 1960s, real pollutant industries (such as coal mining or iron works) were attacked, in the 1990s even the fashion industry was dubbed pollutant [Elkington 1994]. Corporations attempted to adapt to the changed market situation. New theories, models, processes were added to business practices in order to make business more transparent and sustainable. The demand for measurement of non-financial performance is part of this adaption process. In line with increasing non-financial performance, concerns of possible conflicts with shareholders' value grew.

This paper examines the relationship between the traditional financial and non-financial performances and the author attempts to suggest a possible new complex measurement method. The paper is divided into three parts. In the first part theoretical approaches of sustainability are examined. The second part is about the relationship between financial and non-financial performances and their measurement. In the third part the author suggests a new complex performance measurement approach.

## APPROACHES OF SUSTAINABILITY IN CORPORATE PRACTICE

Strategy and governance of a corporation is defined by its target function. In the case of corporate responsibility and sustainability we must distinguish two main approaches. The first one is called Friedman's doctrine, which promotes shareholder's primacy and the other one is the stakeholder's theory, which aims to establish a kind of democracy of stakeholders.

A Michigan court once declared that "a business corporation is organised and carried on primarily for the profit of stockholders"<sup>1</sup>. Milton Friedman used the agent's theory when he claimed that "there is one and only social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud" [Friedman 1970]. Friedman [1970] noted cynically that corporate responsibility was founded in a such business environment where aversion to *profit* and *soulless corporations* is usual. So it can be said that spending on responsibility is equal to purchase society's goodwill. After all, it could be interpreted as truly self-interest.

The word stakeholder first appeared in a memorandum in Stanford Research Institute (SRI). It refers to "groups who have a stake in the actions of the corporation" [Freeman and Reed 1983]. The stakeholder approach aims to maximise the stakeholder's value instead of shareholder's wealth [Phillips et al. 2003]. There are not as many conflicts between these approaches as one could expect. No corporation can survive in market conditions and in long term if interests of customers, suppliers, financiers and other third parties (i.e. stakeholders) are neglected.

The term stakeholder can be defined in a narrow or wide sense of the word. In a narrow sense stakeholders are "any identifiable group or individual on which the organization is dependent for its continued survival" (such as owners, employees, customers etc.). In wide sense everybody "who can affect the achieve-

<sup>1</sup> <http://www.economist.com/news/business/21695940-enduring-power-biggest-idea-business-analyse>.

ment of an organization's objectives or who is affected by the achievement of an organization's objectives" (e.g. trade unions, competitors etc.) [Freeman and Reed 1983].

Similar to *traditional* financial reporting, sustainability reporting tools (SRT's) generally provide information about corporate performance in reports [Siew 2015]. According to Siew [2015], SRT's could be categorised into three groups. Sustainability reporting frameworks are similar to accounting standards. They could be interpreted as a guidance to make a report. Frameworks contain guidance to measure performance, report format and suggest KPI's. Assistance to frame contents of the report and the possibility to compare the organisation's performance are the main advantages of the frameworks. The most popular frameworks are GRI or UN Global compact. Sustainability indices look similar to stock exchange indices. The only difference is that these indices do not contain corporate *financial* performance but (some kind of) non-financial performance. The third group is called the sustainability standards. Whether frameworks or indices provide continuous criteria (KPI's), most standards are discrete – if a company meets the standard's requirements, it will get qualification, in other case it will not. In other words standards don't provide positive discrimination for overperforming companies. The main advantage of the standards is that they can substitute environmental rules in countries where the legal environmental is short [Prakash and Potoski 2014 in Siew 2015].

There are many overlapping approaches to measure corporate non-financial performance. Scientific literature classifies corporate indicators as corporate social performance (CSP), corporate sustainability performance (CSP) or such corporate social responsibility (CSR). CSP is the most comprehensive approach. Its definition is so general that it contains elements of financial and non-financial performance as well. Margolis [2009] distinguishes two approaches of CSP. The first is "a company's efforts to fulfill multiple responsibilities — economic, legal, ethical, and discretionary" [Carroll 1979, Carroll 1999 in Margolis 2009] or "encompassing a company's principles, processes of response to rising issues, and observable practices and outcomes" [Wartick and Cochran 1985, Wood 1991 in Margolis 2009]. The above-mentioned CSR activities constitute the so called CSR pyramid [Carrol 1991 in Lentner et al. 2015] where the top layer of the pyramid signifies the most sophisticated, philanthropic activities, which can be seen as the discretionary ones. The second approach "casts social performance as a function of how a company treats its stakeholders" [Clarkson 1995, Post et al. and Sachs 2002, Cooper 2004, Campbell 2007 in Margolis 2009].

A well-defined, easily interpretable and understandable approach has much more benefits in case of performance measurement. CSP could be defined as a general set of corporate performance indicators because of its general definition and



too wide explanation of stakeholder theory. Triple bottom line (TBL) and the ESG (environmental, social and governance) guidelines are the two most popular approaches of corporate performance measurement. These approaches are similar to each other, because both are based on the stakeholder theory (e.g. company's performance depends on the created value for stakeholders). The main difference between these two approaches is while ESG contains only non-financial elements, TBL covers all the corporate activities. TBL can be applied for each organisation. Its three dimensions (economic, environmental and social) are usually called as 3P (people, planet, profit) [Slaper and Hall 2011].

Corporate social performance is widely explained in the literature: some researchers regard it as a subset of CSR, others say the opposite [Margolis 2009] and there are approaches where two are synonymous [Özçelik et al. 2014]. CSR is not considered a separate paradigm [Braun 2013], so we do not have an accepted definition. According to the European Communities, CSR is "a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis" [Škare and Golja 2012]. WBCSD's definition says CSR can be explained "as the continuing commitment by businesses to behave ethically and contribute to economic development while improving the quality of life of the workforce and their families as well as of the community and society at large" [WBCSD 1999 in Özçelik et al. 2011]. The common point of the definitions is that all of them are built on the basis of TBL [Škare and Golja 2012]. Since TBL and ESG guidelines describe similar corporate behaviour, we can say that if a corporation complies to TBL, it complies to ESG guidelines as well.

## SUSTAINABILITY AND FINANCIAL PERFORMANCE

According to Friedman [1970], a corporation's one and only aim is to maximise the shareholders' wealth, every other activity decreases the shareholders' wealth. The relationship between financial and non-financial performance is subject to many hypotheses.

Slack resources theory says there is a positive correlation between firm size and social performance. In other words, bigger and financially stronger companies can afford more likely to invest in sustainability projects. These activities increase the stakeholder value and help to achieve strategic position as well. Thus the company can increase its performance in financial and non-financial dimensions together [Tsoutsoura 2004]. According to another hypothesis, only big multinational companies deal with sustainability measures because of the society's higher demand on transparency and ethical behaviour. This demand is getting higher [Tsoutsura 2004] because companies are also growing and they can af-



ford to employ as many workers as the population of some smaller European countries. Although companies use their resources to improve their non-financial performance, it can be no more than purchasing goodwill or greenwashing (i.e. pretend to operate sustainably).

Investing into sustainability projects can have three possible outcomes. Friedman [1970] claims that such decisions do not maximise shareholders' wealth (i.e. sustainable projects have negative NPV) and as the members of the management are often the shareholders' agents, they cannot even do that. According to Ullman [1985 in Tsoutsoura 2004], the relationship is neutral because positive and negative effects neutralise each other (i.e. NPV is approx. zero) or correlation is not significant either. In this case other effects cause distortions, which cannot be filtered out. Most papers write of positive and significant relationships so sustainable companies perform better than unsustainable ones [Margolis 2009].

Typical benefits of sustainable corporations are better reputation and consumer's goodwill in the case of expected sustainable brands [Tsoutsura 2004]; decreased probability of corruption, bribes, environmental damages and thus paid fines and reputation losses [Škare and Golja 2011, Vitezić et al. 2012, Brine et al. 2007 in Özçelik et al. 2014]; motivated, loyal and thus productive employees, smaller fluctuation [Tsoutsoura 2004]. In some cases sustainable projects lead to direct cost cuts for example due to more efficient use of raw materials [Tsoutsoura 2004]. Sustainability reports improve transparency so information asymmetry between parties are getting lower, which negatively affects company's risk premium so its cost of capital are also getting lower [Ng ad Rezaee 2015]. These examples show only a *menu* from which companies can choose the most appropriate measures to achieve their own strategic targets. We can conclude that corporate sustainability is not necessarily irrational.

## COMPLEX PERFORMANCE MEASUREMENT MATRIX

This paper's aim is to elaborate a method, which shows corporate complex (i.e. financial and non-financial) performance. Complex performance measurement (CPM) matrix is a possible method to do this.

Corporate complex performance can be measured by data analysis (for example in a composite index [Dočekalová and Kocmanová 2015] or by a set of KPI's. CPM matrix belongs to the latter group. Since the most important requirement was to create a fast and easy tool, data analysis was no more an option. Fast and easy tool means that result can be quickly reached based on available data, which are easy to present and understand (by for example managers or stakeholders).

Isaksson and Steimle [2009] examined information content of GRI reports on a basis of four aspects. A set of KPI's is relevant when it refers to every notable



information of the effect (see materiality principle of accountancy). Clarity of level means that a corporate performance should be compared with a competitor's. Clarity of improvement requires to show the progress of KPI's. A KPI contains much more information when its trend is shown. The last aspect, system view, means that "benchmarks have been defined in such a way that it is possible to relate indicators to objective sustainability requirements" [Isaksson and Steimle [2009].

Isaksson and Steimle [2009] mention two objective sustainability indicators. True Sustainability (TS) means that "a social structure can be maintained profitably and indefinitely, without degrading the systems on which it depends" [Newton 2003 in Isaksson and Steimle 2009]. True Sustainable Development (TSD) "as the rate required from the current level to the target level within the time span available" [Isaksson and Steimle 2009].

Information content of CPM matrix almost fulfils the above-mentioned criteria. Since these criteria are used to appraise corporate sustainability reports and not for comprehensive appraising tools (like CPM matrix), we can say that an analysis complemented by CPM matrix may show a more proper result.

CPM matrix uses two quadrants of a coordinate system. Since that it is virtually incorrect to use the term "matrix". There are such KPI's in the coordinate system whose lower and upper bounds are defined in a way that the figures of KPI's should fall in an interval between 0 and 1. Appraised corporations are grouped on the basis of KPI's. From that aspect CPM matrix looks like BCG matrix. Contrary to BCG, the category boundaries could not be defined previously because they may be different among sectors or time spans.

Performance is measured in three dimensions: organisation size, environmental and economic performance. The angle of environmental performance is fixed so other dimensions are shown together with it.

In CPM matrix there are no social dimensions thus it virtually does not comply to TBL. According to the virtue matrix [Martin 2012] it does not have to be in CPM matrix if there are some methodical constraints. Virtue matrix helps to categorise corporate sustainability activities into four groups on the basis of their benefits and motivations to perform them. The bottom two quadrants (civil foundation) contain activities, which are required in the country. Bottom left quadrant is choice, because when engaging in these activities, the companies are not pressurised by laws or regulations but social norms and customs. Engagement does not cause any benefit but absence may have disadvantages. Bottom right quadrant is compliance, which consists of rules and laws which are mandated to comply. The upper two quadrants are called frontier. These activities are not mandated in any aspect. Top left quadrant, called strategic frontier, contains activities, which may have benefits for companies engaged in them so they can decide to compile



a cost-benefit analysis afterwards – if NPV is positive, it is worth to engage in them. Structural frontier consists of activities which do not have any benefit but companies may engage in them voluntarily.

Due to activities of social dimension is performed by every company (compliance) and their impacts appear in their economic performance (choice, strategic frontier), there is no need for a separate measurement. According to Ng and Rezaee [2015], one of the three dimensions of ESG guidelines does not affect the cost of capital significantly. The social dimension impact is significant only together with the profitability. The different civil foundation of different countries may be the bottleneck of CPM matrix. The result of CPM matrix is proper only when the analysed companies operate in such a country where the civil foundation is identical or at least very similar. Another constraint is, since civil foundation is sector-specific [Martin 2002], that companies have to operate in the same sector.

These constraints are not too strict for an analysis framework because competitors operate in the same sector and civil foundations converge due to the law harmonization of countries (for example by trade treaties) and globalisation. That is why a German, a Polish and a Hungarian bus producer can easily be analysed within one framework.

KPI's must be picked after consideration of sectoral and corporate characteristics. When for example some main competitors are private firms, market capitalisation should not be picked as KPI of organisation size. Since literature does not suggest any KPI to measure organisation size [Škare and Golja 2012], each sector-specific KPI can be used (e.g. logarithm of total assets [Özçelik et al. 2014], or market capitalisation). In case of economic performance, Tsoutsoura [2004] claimed that ROA correlates stronger with CSP than ROE but it is not a general rule because there can be such sectors where this relation does not exist. Measuring environmental performance is the most problematic one. Isaksson and Steimle [2009] suggest using eco-efficiency.

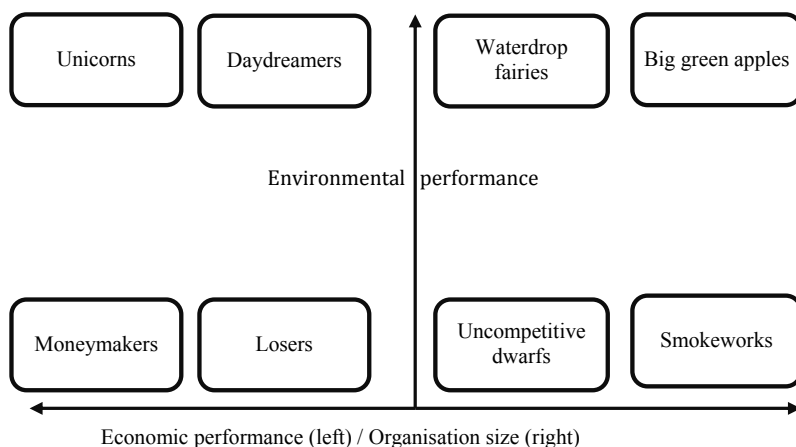
Eco-efficiency means “delivery of competitively-priced goods and services that satisfy human needs and bring quality of life, while progressively reducing ecological impacts and resource intensity throughout the life-cycle to a level at least in line with the earth's estimated carrying capacity. In short, it is concerned with creating more value with less impact” [WBCSD 2000 in Isaksson and Steimle 2009]. Thus it is the ratio of produced value and caused harm. In wide sense eco-efficiency means only maximising the ratio but in the narrow sense of the word, corporations have to decrease the volume of harm parallelly with stagnant volume or increasing value [von Hauff et al. 2005 in Isaksson and Steimle 2009]. Value per harm ratio (at least in wide sense) has a very important disadvantage since it consists of two figures, which may compensate each other. For example a bigger coal plant, simply due to its larger scale, produces much more



value with more harm, so its ratio will be smaller without any sustainability measures. This disadvantage attributes each dimension reduction method even if it is based on data analysis.

KPI's of CPM matrix are normalised in consideration to its relation to the best performer and competitor presented in the analysis in each dimension. If, for example, the bigger company's KPI is 1, then the half the size company's figure is 0.5. Based on KPI patterns, the market position of companies can be properly analysed in two quadrants of CPM matrix.

CPM matrix does not contain generally useful thresholds to establish if a company's performance is "good" or "bad". Making conclusions is the analyst's task who should know the market conditions well. The conclusion is fairly clear only if there is/are company(ies) in corners. The eight corners show companies that significantly under/overperform the market. They show quite obvious situations while other areas, where most corporations are expected, must be analysed. In this case the examination is based on a position that is related to the competitors.



**FIGURE.** Structure of the CPM matrix

Source: Own elaboration.

The eight corners are as follows:

- 1) The big green apples have heard voice of times and have spent resources on reducing emissions which may lead to strategic advantages. If the *green* operation does not cause unreasonable losses, this position will be sustainable.
- 2) Smokeworks are large companies which do not deal with their emissions. Their activity is unsustainable since the legal environment and the social attitudes tend to get stricter thus they have to change as long as their operations are profitable. In other case they might easily get into crisis, which may lead to

insolvency. In the globalised economy it is no more a real option to outsource operations into third countries.

- 3) Uncompetitive dwarfs are environmentally underperforming small enterprises. If they do not have other competitive advantages that can compensate their losses, they may lose their market positions. According to corporate lifecycle, smokeworks may turn into dwarfs if their positions cannot be held.
- 4) Waterdrop fairies have excellent environmental performance. That means such technological competitive advantages, which may lead to significant growing opportunities in the future. These companies are very likely small but innovative thus they can be good target for big but *not so sustainable* companies' acquisitions or can grow organic into a big green apple. Nevertheless fairies are extremely risky because if their profitability is shallow, they cannot stay alive in the long run.
- 5) Losers underperform both economically and environmentally. In the case their size is relatively small, they can easily go bankrupt.
- 6) Daydreamers look like fairies because of their environmental performance and their growing potential. If a large company is a daydreamer, it should be analysed in order to find out reasons of relative economic underperformance.
- 7) Moneymakers make big profits with big environmental footprint. They are very likely big companies (i.e. smokeworks) but if it is not true, they should be analysed.
- 8) Unicorns are named because not many of them are expected to appear in the market. If a unicorn is a green apple (or at least relatively big), in the other quartile it is very likely that its competitive advantage is very strong in mid-term. Medium-sized unicorn enterprises are expected as aggressive firms, which want to be market leaders and they have a good chance to reach this position. Small enterprises may be a good target for acquisitions.

CPM matrix can also be used as a portfolio analysis tool if the same-sector constraint is altered. In this case the performance of each division of a company should be related to its biggest or most significant competitor. It is, however, a real danger that inappropriately chosen competitors may distort the results. The result of portfolio analysis shows the relative market performance of each division.

It is very important to analyse the data of as many years as available in order to identify market trends. If we have any available supplementary information such as corporate lifecycles or market trends, this matrix can be helpful in market analysis or making prognoses. We should also bear in mind that if companies' frequency in a small area of the matrix is high or if there is a relatively big and permanent lag between the most profitable and other companies.



## CONCLUSION

The aim of this paper is to establish a fast and easy tool in order to measure companies' financial and non-financial performance. This tool, called CPM matrix, has three dimensions, organisation size, economic performance and environmental performance. CPM matrix can be used in case of large or medium sized enterprises and also for some NGO's or other organisations. CPM is based on sector-specific KPI of such organisations, which are related to their competitors. It is essential to choose KPI's and other organisations properly otherwise the result of the analysis can be plain vanilla. CPM matrix is not an oracle or a unique weapon but it may complement other analysing tools well.

Since there is no empirical experience using CPM matrix, its weaknesses are latent at the moment. In case CPM results are hard to explain, they are problematic to use or its results do not carry any additional information, it should be developed or if it is too difficult or vain, it should be completely rejected. If CPM is empirically tested and will be proved, it should be improved.

## References

- BRAUN R. 2013: A vállalatok politikája – vállalati, társadalmi felelősségvállalás, vállalati közösségek és a vállalati stratégia jövője, *Vezetéstudomány* 44 (1), pp. 18–28.
- DOČEKALOVÁ M.P., KOČMANOVÁ A. 2015: Composite indicator for measuring corporate sustainability. *Ecological Indicators*, pp. 612–623.
- ELKINGTON J. 1994: Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development, *California Management Review* 36, 2, pp. 90–100.
- FREEMAN R.E., REED D.L. 1983: Stockholders and stakeholders – A New Perspective on Corporate governance, *California Management Review* 25.3, pp. 88–106.
- FRIEDMAN M. 1970: The social responsibility of business is to increase its profits, *The New York Times Magazine*, Sept 13, 1970, pp. 122–124.
- ISAKSSON R., STEIMLE U. 2009: What does GRI-reporting tell us about corporate sustainability?, *The TQM Journal* 21, 2, pp. 168–181.
- LENTNER C.S., SZEGEDI K., TATAY T. 2015: Társadalmi felelősségvállalás a bankszektorban, *Pénzügyi Szemle* 1, pp. 1–7.
- MARGOLIS J.D., ELFENBEIN H.A., WALSH J.P. 2009: Does it Pay to Be Good... And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance.
- MARTIN R.L. 2002: The Virtue Matrix: Calculating the Return on Corporate Responsibility, *Harvard Business Review* 80.3, pp. 68–75.
- NG A.C., REZAEI Z. 2015: Business sustainability performance and cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance* 34, pp. 128–149.



- ÖZÇELİK F., BURCU A.Ö., SEVDA G. 2014: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in Turkey, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve Yönetim Bilimleri Dergisi* 28.3.
- PHILLIPS R., FREEMAN R.E., WICKS A.C. 2003: What stakeholder theory is not, *Business Ethics Quarterly* 13.4, pp. 479–502.
- SIEW R.Y.J. 2015: A review of corporate sustainability reporting tools (SRTs), *Journal of Environmental Management* 164, pp. 180–195.
- ŠKARE M., GOLJA T. 2012: Corporate social responsibility and financial performance: is there a link?, *Ekonomika Istrazivanja* 25. 1, pp. 215–242.
- SLAPER T.F., HALL T.J. 2011: The Triple Bottom Line: What Is It and How Does It Work?, *Indiana Business Review* 86, 1, p. 4.
- TSOUTSOURA M. 2004: Corporate Social Responsibility and Financial Performance, Center for Responsible Business. UC Berkeley: Center for Responsible Business, retrieved from <http://escholarship.org/uc/item/111799p2>.
- VITEZIĆ N., VUKO T., MÖREC B. 2012: Does financial performance have an impact on corporate sustainability and CSR disclosure – a case of croatian companies, *Journal of Business Management* 5, pp. 40–47.





## PODSTAWY TEORETYCZNE RACHUNKOWOŚCI KAPITAŁU INTELEKTUALNEGO DLA ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ

Robert Dankiewicz  
Zakład Finansów, Bankowości i Rachunkowości  
Politechnika Rzeszowska

Yuriy Klapkiv  
Katedra Finansów  
Tarnopolski Narodowy Uniwersytet Ekonomiczny

Lesław Niemczyk  
Katedra Finansów  
Uniwersytet Rzeszowski

**Abstrakt.** Celem badania jest zarysowanie podstaw rachunkowości kapitału intelektualnego zakładów ubezpieczeń. Wydaje się, że w dobie gospodarki opartej na wiedzy najważniejszymi zasobami zakładów ubezpieczeń są wiedza, umiejętności, doświadczenie oraz relacje z otoczeniem. Tradycyjna rachunkowość i sprawozdawczość pomijają te zasoby. W artykule przedstawiono więc podstawowe zasady ewidencyjne rachunkowości kapitałów niefinansowych oraz jeden przykład ich zastosowania. W zakresie metody jest to artykuł koncepcyjny bazujący na wnioskowaniu dedukcyjnym. Zawarte w pracy obliczenia mają charakter poglądowy i nie odwołują się do danych empirycznych. Artykuł stanowi zatem głos w dyskusji naukowej o kierunkach rozwoju rachunkowości kapitałów niefinansowych zakładów ubezpieczeń.

**Słowa kluczowe:** rachunkowość, sprawozdanie finansowe, kapitał intelektualny, zakłady ubezpieczeń

### WSTĘP

Zakłady ubezpieczeń pełnią bardzo ważną rolę we współczesnej gospodarce, która pozwala ubezpieczonym unikać skutków zdarzeń losowych. Nieczęsto jednak przedstawia się je jako wielkie przedsiębiorstwa bazujące na wiedzy. System

tradycyjnej rachunkowości zorientowany jest na rejestrowanie przepływów kapitału finansowego. Tradycyjna rachunkowość nie jest w stanie uchwycić operacji gospodarowania związanych z przepływem i wykorzystaniem wiedzy, a więc kapitału intelektualnego. W kontekście powstającej gospodarki opartej na wiedzy bardzo pożyteczna byłaby więc dyskusja naukowa o możliwych kierunkach ewolucji rachunkowości zakładów ubezpieczeń w tym zakresie. Konstruktywnym punktem otwarcia takiej dyskusji mogą być koncepcje rachunkowości oraz sprawozdawczości zakładów ubezpieczeń.

## CEL I METODA BADAŃ

Celem artykułu jest zarysowanie podstaw teorii rachunkowości kapitału intelektualnego dla zakładów ubezpieczeń. Sformułowanie propozycji w tym zakresie należy poprzedzić przyjęciem fundamentalnych założeń ontologicznych: zakład ubezpieczeń ze swej istoty jest przedsiębiorstwem wykorzystującym tradycyjny kapitał (kapitał finansowy) oraz specyficzną wiedzę z zakresu ubezpieczeń (kapitał intelektualny). Powyższe założenie w artykule jest dedukcyjnie rozwinięte do postaci podstaw teorii rachunkowości zakładów ubezpieczeń.

Problematyka artykułu dotyczy zbioru wspólnego trzech teorii: (1) teorii (doktryny) gospodarki opartej na wiedzy, (2) teorii ubezpieczeń, (3) teorii rachunkowości. Zakresem artykułu są zatem podstawy rachunkowości kapitałów niefinansowych zakładów ubezpieczeń w dobie gospodarki opartej na wiedzy. Ta problematyka wydaje się wpisywać w stosunkowo niezagospodarowane, a zarazem obiecujące pole dociekań naukowych.

Ze względu na metodologię badań naukowych niniejszy artykuł zaklasyfikować można do opracowań koncepcyjnych. W artykule dominuje wnioskowanie dedukcyjne polegające na wyciąganiu wniosków z przyjętych założeń podstawowych. Artykuł przedstawia ogólny schemat ideowy tzw. bilansu opartego na wiedzy oraz bilansu pełnego dla zakładów ubezpieczeń. Według tego wzorca aktywa i pasywa zakładu ubezpieczeń oprócz tradycyjnych elementów zawierają również aktywa kompetencyjne oraz kapitał intelektualny, aktywa marketingowe oraz kapitał relacji z otoczeniem. W dalszej kolejności w zakładowym planie kont zakładu ubezpieczeń zostały umiejscowione nowe konta księgowe odpowiadające nowym pozycjom sprawozdawczym w rozbudowanym bilansie. Klamrą spinającą teoretyczne rozważania prowadzone w artykule jest prosty przykład obrachunkowy przedstawiający w praktyce zasady rachunkowości kapitałów niefinansowych dla zakładów ubezpieczeń<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> W artykule zarysowano zaledwie jedną z opcji teoretycznych rachunkowości kapitałów niefinansowych dla zakładów ubezpieczeń. Problematyka ta bowiem została także od



## GOSPODARKA OPARTA NA WIEDZY A NIEWYDOLNOŚĆ INFORMACYJNA TRADYCYJNEJ RACHUNKOWOŚCI ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ

Cechą charakterystyczną gospodarek krajów wysokorozwiniętych jest stopniowe przechodzenie od tradycyjnego kapitalizmu do gospodarki opartej na wiedzy. Proces ten rozpoczął się dość wyraźnie w drugiej połowie XX wieku [Drucker 1999]. Wcześniej zakładano, że w tradycyjnej gospodarce kapitalistycznej proces wytwórczy bazuje na zasobach ziemi, pracy i kapitału. Obecnie wielu ekonomistów zwraca uwagę, że w formule gospodarowania postindustrialnego najistotniejszym czynnikiem wytwórczym w procesie tworzenia wartości ekonomicznej jest kapitał intelektualny [Rodgers 2007].

Co więcej, kapitał intelektualny jest utożsamiany ze strategicznym czynnikiem wzrostu, rozwoju, konkurencyjności i efektywności [Housel i Rodgers 2009]. W kontekście zaś działalności ubezpieczeniowej postindustrialne gospodarowanie może być postrzegane jako tworzenie społeczeństwa zarządzania ryzykiem [Klapkiv 2013]. Monitoring ryzyka nabiera wówczas szczególnego znaczenia. O poziomie jego skomplikowania świadczy przede wszystkim konieczność przeprowadzenia analizy wielu znacznie różniących się od siebie elementów. Wiele z nich ma charakter abstrakcyjny, niemierzalny liczbowo, co powoduje, że trudne jest ich wartościowanie [Dankiewicz 2011].

Zakład ubezpieczeń to przedsiębiorstwo prowadzące koncesjonowaną działalność w zakresie ubezpieczeń osobowych, majątkowych oraz reasekuracji. Przez działalność ubezpieczeniową rozumie się wykonywanie czynności ubezpieczeniowych związanych z oferowaniem i udzielaniem ochrony na wypadek ryzyka wystąpienia skutków zdarzeń losowych (Ustawa o rachunkowości, art. 4.1). Samo istnienie ryzyka wywołuje poczucie zagrożenia, którego poziom zależy od różnych czynników [Dankiewicz i Kalandyk 2013] i stanowi przesłankę do zakupu ubezpieczenia. Przez ubezpieczenie w ujęciu prawnym (Kodeks cywilny, art. 805 § 1) rozumie się umowę, zgodnie z którą zakład ubezpieczeń zobowiązuje się spełnić określone świadczenie w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku, a ubezpieczający zobowiązuje się zapłacić składkę. Z kolei z ekonomicznego punktu widzenia akcentuje się transfer ryzyka straty: „przez ubezpieczenie

---

strony rachunkowości przedsiębiorstw opracowana w innych pracach [Dobija 1997, Jarugowa i Fijałkowska 2002, Dobija 2003]. Należy także zwrócić uwagę, że istnieją pierwsze „miękkie”, a więc nieobowiązkowe, standardy sprawozdawczości w tym zakresie [The International Integrated Reporting Council 2013]. Normy prawa wspólnotowego [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE] także odnoszą się do pokrewnej problematyki. *Nota bene*, normy te już wkrótce powinny być transponowane do krajowego prawa bilansowego.



istnieje możliwość zastąpienia niepewnej (co do wystąpienia) ale wielkiej (w razie zaistnienia) straty – stratą pewną, ale niewielką, przez którą rozumie się koszt składki ubezpieczeniowej.” [Wala 2005].

Utworzenie zakładu ubezpieczeń wiąże się z obowiązkiem zorganizowania kadry kierowniczej, która posiada specyficzne kompetencje, tj. wiedzę, umiejętności oraz doświadczenie w sektorze ubezpieczeniowym. Bardzo istotne jest również, aby każdy kolejny wykwalifikowany pracownik pozyskiwany do zespołu przedsiębiorstwa miał konkretne przygotowanie lub predyspozycje do pracy w zakładzie ubezpieczeń, a także wiązał z tą branżą swoją przyszłość.

Wykwalifikowany pracownik jest nośnikiem kapitału intelektualnego zakładu ubezpieczeń. Wykwalifikowany pracownik działający na rzecz zakładu ubezpieczeń powinien posiadać specyficzną wiedzę, umiejętności oraz doświadczenie, które będą przydatne w działalności ubezpieczeniowej. Bardzo pożądane byłoby, aby wykwalifikowany pracownik zatrudniony w sektorze ubezpieczeń umiał dokumentować swoje kompetencje w formie tzw. bilansu wiedzy osobistej. Jest to niezbędne z punktu widzenia rozwoju praktyki rachunkowości kapitału intelektualnego. Wzorce bilansów wiedzy osobistej, zasady ich sporządzania oraz wyceny poszczególnych składowych precyzuje literatura z zakresu rachunkowości kapitału intelektualnego przedsiębiorstw [Niemczyk 2013].

## **AKTYWA NIEMAJĄTKOWE ORAZ KAPITAŁY NIEFINANSOWE A WZORZEC BILANSU ZAKŁADU UBEZPIECZEŃ**

Bilans przedsiębiorstwa jest podstawowym elementem sprawozdania finansowego [Kata i Rogowski 2008]. W nim powinny podlegać ujawnieniu obiektywnie wycenione zasoby gospodarcze przedsiębiorstwa oraz źródła ich finansowania. Zwyczajowo w rachunkowości nazywa się je odpowiednio aktywami i pasywami. W tym miejscu należy zauważyć, że tradycyjny bilans zakładu ubezpieczeń nie ujawnia wszystkich zasobów gospodarczych, a jedynie aktywa o charakterze majątkowym. Aktywa majątkowe to takie zasoby jednostki, które można spieniężyć na rynku wskutek jednorazowej transakcji handlowej. Podstawowy schemat ideowy bilansu zakładu ubezpieczeń przedstawia tabela 1.

Badacze i eksperci zainteresowani rozwojem gospodarki opartej na wiedzy muszą odczuwać głęboki niedosyt informacji, analizując powyższy wzorzec tradycyjnego bilansu. Powszechnie wiadomo bowiem, że w gospodarce opartej na wiedzy bardzo istotną funkcję pełnią zasoby o charakterze niemajątkowym oraz równoważne im co do wartości tzw. kapitały niefinansowe. Tradycyjny bilans zakładu ubezpieczeń nie wspomina o tego typu kategoriach aktywów i pasywów. Brak ten skutkuje luką informacyjną, która obniży rangę rachunkowości (sprawozdawczości) w gospodarce opartej na wiedzy. Z tej przyczyny w literaturze



**TABELA 1.** Podstawowy schemat ideowy tradycyjnego bilansu zakładu ubezpieczeń

Bilans zakładu ubezpieczeń	
Aktywa	Pasywa
A. Wartości niematerialne i prawne	A. Kapitał własny
B. Lokaty	B. Zobowiązania podporządkowane
C. Aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty (inwestycyjne) ponosi ubezpieczający	C. Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe
D. Należności	D. Udział reasekuratorów w rezerwach techniczno-ubezpieczeniowych (wartość ujemna)
E. Inne składniki aktywów	E. Oszacowane regresy i odzyski (wielkość ujemna)
F. Rozliczenia międzyokresowe	F. Pozostałe rezerwy
G. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	G. Zobowiązania z tytułu depozytów reasekuratorów
H. Akcje własne	H. Pozostałe zobowiązania i fundusze specjalne
	I. Rozliczenia międzyokresowe
Aktywa razem	Pasywa razem

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 2 ustawy o rachunkowości.

z zakresu rachunkowości pojawiają się propozycje, jak zaradzić tej trudnej sytuacji. Postuluje się m.in. generowanie dla przedsiębiorstw bilansu opartego na wiedzy [Niemczyk 2015] lub bilansu pełnego [Niemczyk 2015]. Ogólne schematy ideowe tychże urzędów sprawozdawczych dostosowane do działalności zakładów ubezpieczeń prezentują tabele 2 i 3<sup>2</sup>.

**TABELA 2.** Ogólny schemat ideowy bilansu opartego na wiedzy zakładu ubezpieczeń

Bilans oparty na wiedzy zakładu ubezpieczeń	
Aktywa	Pasywa
α. Aktywa kompetencyjne	α. Kapitał intelektualny
I. Wiedza	I. Kapitał intelektualny przyjęty
II. Umiejętności	II. Kapitał intelektualny wytworzony
III. Doświadczenie	III. Kapitał doświadczenia
IV. Projekty badawcze	
Tradycyjne aktywa (pozycje od A do H)	Tradycyjne pasywa (pozycje od A do I)
Aktywa razem	Pasywa razem

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>2</sup> W bilansie opartym na wiedzy oraz bilansie pełnym główne pozycje sprawozdawcze charakterystyczne dla tradycyjnej rachunkowości oznaczone są literami łacińskimi. Pozycje sprawozdawcze dotyczące kapitałów niefinansowych oznaczono literami greckimi ( $\alpha$ ,  $\beta$ ). Zabieg ten ma na celu wyraźne oddzielenie obu obszarów, z których jeden jest uregulowany prawnie, a drugi nie.

**TABELA 3.** Ogólny schemat ideowy bilansu pełnego zakładu ubezpieczeń

Bilans pełny zakładu ubezpieczeń	
Aktywa	Pasywa
α. Aktywa kompetencyjne I. Wiedza II. Umiejętności III. Doświadczenie IV. Projekty badawcze	α. Kapitał intelektualny I. Kapitał intelektualny przyjęty II. Kapitał intelektualny wytworzony III. Kapitał doświadczenia
β. Aktywa marketingowe I. Przekazane prezenty małej wartości II. Reklama masowa III. Sponsoring sportu i kultury IV. Działalność prospołeczna	β. Kapitał relacji z otoczeniem I. Kapitał relacji z klientami II. Kapitał relacji pozostałych III. Kapitał relacji przejęty w drodze wykupu
Tradycyjne aktywa (pozycje od A do H)	Tradycyjne pasywa (pozycje od A do I)
Aktywa razem	Pasywa razem

Źródło: Opracowanie własne.

Bilans oparty na wiedzy stanowi logiczne rozwinięcie tradycyjnego bilansu, a jednocześnie dostosowanie go do warunków gospodarki opartej na wiedzy. W tym przypadku tradycyjne aktywa i pasywa zakładu ubezpieczeń uzupełniono o pozycje sprawozdawcze aktywów kompetencyjnych oraz kapitału intelektualnego. Z kolei, w bilansie pełnym pojawiają się dodatkowe dwie kategorie rachunkowe, tj. aktywa marketingowe oraz kapitał relacji z otoczeniem.

### **PLAN KONT ZAKŁADU UBEZPIECZEŃ W WARUNKACH GOSPODARKI OPARTEJ NA WIEDZY**

Plan kont zakładu ubezpieczeń bazuje na dziewięciu generalnych zespołach kont księgowych [Gabrusewicz i Kołaczyk 2006]. Są to:

- zespół 0 – lokaty,
- zespół 1 – środki pieniężne i kredyty bankowe,
- zespół 2 – rozrachunki i roszczenia,
- zespół 3 – pozostałe aktywa,
- zespół 4 – koszty według rodzajów i ich rozliczenie,
- zespół 5 – koszty działalności ubezpieczeniowej i pozostałe koszty,
- zespół 6 – odszkodowania i świadczenia oraz rozliczenia międzyokresowe,
- zespół 7 – przychody działalności ubezpieczeniowej i pozostałe przychody,
- zespół 8 – kapitały, rezerwy i wynik finansowy.

Warto zauważyć, że żaden wymieniony zespół ani konto księgowe w jego ramach nie przeznaczono dla aktywów i kapitałów, które stanowią istotę gospodarki bazującej na wiedzy.



W tabeli 4 sformułowano propozycję uzupełniania planu kont zakładu ubezpieczeń o konta dla aktywów kompetencyjnych, aktywów marketingowych, kapitału intelektualnego oraz kapitałów relacyjnych. Nie ulega wątpliwości, że jest to tylko jedna z ewentualnych propozycji, jakie w tym zakresie można sformułować.

**TABELA 4.** Konta aktywów niemajątkowych i kapitałów niefinansowych w planie kont zakładu ubezpieczeń

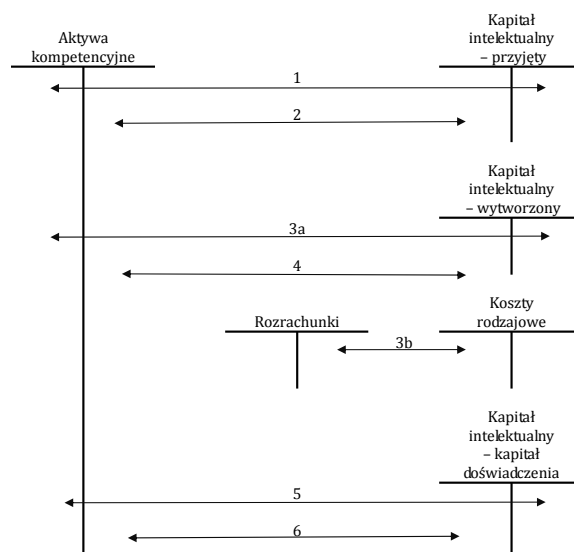
Zespół 9 – Aktywa niemajątkowe i kapitały niefinansowe		
900		Aktywa kompetencyjne (opcja 1: układ rodzajowy)
	901	Wiedza
	902	Umiejętności
	903	Doświadczenie
	907	Odpisy aktualizujące aktywa kompetencyjne
	908	Projekty (programy) badawcze
	909	Odpisy aktualizujące projekty (programy) badawcze
900		Aktywa kompetencyjne (opcja 2: układ funkcjonalny)
	901	Kompetencje administracyjne
	902	Kompetencje wytwórcze
	903	Kompetencje handlowe
	907	Odpisy aktualizujące aktywa kompetencyjne
	908	Projekty (programy) badawcze
	909	Odpisy aktualizujące projekty (programy) badawcze
910		Kapitał intelektualny
	911	Kapitał intelektualny przyjęty
	912	Kapitał intelektualny wytworzony
	913	Kapitał doświadczenia
920		Aktywa marketingowe
	921	Wartość udzielonych premii i rabatów
	922	Przekazane prezenty małej wartości
	923	Reklama masowa
	924	Sponsoring sportu i kultury
	925	Działalność prospołeczna
930		Kapitał relacji z otoczeniem
	931	Kapitał relacji z klientami
	932	Kapitał relacji pozostałych
	933	Kapitał relacji przejęty w drodze wykupu

Źródło: Niemczyk [2015, s. 100].

Powyższa próba uzupełniania planu kont zakładu ubezpieczeń ma na celu dodanie zespołu 9, który w całości byłby przeznaczony dla nowego rodzaju aktywów i pasywów związanych z gospodarką opartą na wiedzy. Takie rozwiązanie wydaje się najmniej problematyczne.

## ELEMENTARNE SCHEMATY KSIĘGOWE DLA KAPITAŁÓW NIEFINANSOWYCH W RACHUNKOWOŚCI ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ

Nowe konta ujawnione w planie kont zakładu ubezpieczeń będą służyć do księgowania operacji gospodarczych związanych z aktywami niemajątkowymi oraz kapitałami niefinansowymi. Same nazwy nowych kont zdradzają zasadniczy sposób ich funkcjonowania. W rachunkowości konta aktywów od zawsze mają swoje salda początkowe po stronie debet, obroty zwiększające stan konta również po stronie debet, obroty zmniejszające stan konta po stronie credit, salda końcowe dotyczą strony debet. Konta pasywów, a więc kapitałów, działają na zasadzie lustrzanego odbicia kont aktywów. Elementarne zasady korespondencji kont aktywów niemajątkowych oraz kapitałów niefinansowych zostały zaprezentowane na rysunkach 1 i 2.



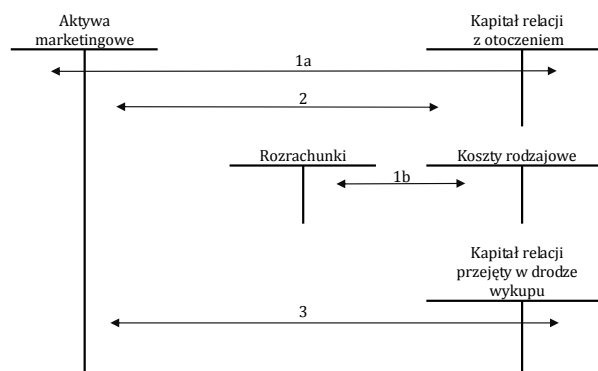
Objaśnienia:

1. Ujęcie aktywów kompetencyjnych, które nie były finansowane przez zakład ubezpieczeń.
2. Wyksięgowanie aktywów kompetencyjnych, które nie były finansowane przez zakład ubezpieczeń w związku z utratą nad nimi kontroli.
- 3a. Ujęcie aktywów kompetencyjnych, które były finansowane przez zakład ubezpieczeń.
- 3b. Ujęcie kosztów szkoleń oraz odpowiadających im rozrachunków (zapis równoległy do operacji 3a).
4. Wyksięgowanie aktywów kompetencyjnych sfinansowanych ze środków zakładu ubezpieczeń w związku z utratą nad nim kontroli.
5. Ujęcie kapitału doświadczenia.
6. Wyksięgowanie kapitału doświadczenia w związku z utratą nad nim kontroli.

**RYSUNEK 1.** Podstawowe księgowania aktywów kompetencyjnych i kapitału intelektualnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Niemczyk [2015, s. 132].





Objaśnienia:

1a. Powstanie aktywów marketingowych, np. emisja reklamy w środkach masowego przekazu, przekazanie gadżetów, sponsoring sportu i kultury itd.

1b. Ujęcie kosztów ponoszonych na wytworzenie aktywów marketingowych (zapis równoległy do operacji 1a).

2. Wyksięgowanie wartości wcześniej ujętych aktywów marketingowych, np. skumulowanej wartości działań marketingowych określonego produktu ubezpieczeniowego w związku z jego wycofaniem z oferty zakładu ubezpieczeń.

3. Ujęcie aktywów marketingowych, nad którymi przejęto kontrolę w drodze wykupu innego zakładu ubezpieczeń.

**RYSUNEK 2.** Podstawowe księgowania aktywów marketingowych oraz kapitału relacji z otoczeniem

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Niemczyk [2015, s. 189].

Już pobieżna analiza powyższych schematów księgowych ujawnia, że rachunkowość kapitałów niefinansowych zakładów ubezpieczeń bazuje na zasadzie zapisu dwustronnego. Zasada ta stanowi podstawę metodyczną tradycyjnej rachunkowości. Zgodnie z nią wartość zapisu księgowego dokonanego na jednym koncie po stronie debet musi być zrównoważona zapisem księgowym tej samej wartości na innym koncie po stronie credit. W wyniku konsekwentnego przestrzegania tej reguły metodycznej suma bilansowa zapisana po stronie aktywów oraz pasywów będzie zawsze sobie równa. Zatem zasada równowagi bilansowej, tak jak dotyczyła tradycyjnego bilansu, tak samo dotyczy bilansu opartego na wiedzy oraz bilansu pełnego.

## PRZYKŁAD RACHUNKOWOŚCI KAPITAŁÓW NIEFINANSOWYCH ZAKŁADU UBEZPIECZEŃ „OD BILANSU DO BILANSU”

Rachunkowość od zawsze pełniła funkcję całościowego systemu informacji ekonomicznej, dzięki któremu możliwe było metodyczne, a zarazem efektywne zarządzanie dużymi jednostkami gospodarczymi [Messner i Pfaff 2007]. System tradycyjnej rachunkowości rozbudowany o podsystem rachunkowości aktywów

niemajątkowych oraz kapitałów niefinansowych ma szansę jeszcze doskonale wspomagać naczelne kierownictwo zakładu ubezpieczeń w procesie podejmowania decyzji. Zadanie 1 przedstawia w ogólnym zarysie problem obrachunkowy rachunkowości omawianej w niniejszym artykule.

### Zadanie 1

Zakład Ubezpieczeń „ABC” S.A. na początku okresu obrachunkowego kontrolował następujące zasoby ujęte w bilansie pełnym:

Zakład Ubezpieczeń „ABC” S.A. bilans pełny (01.01.20X1)			
Aktywa		Pasywa	
A. Aktywa kompetencyjne	4 000 000	α. Kapitał intelektualny	4 000 000
wiedza	1 500 000	kapitał intelektualny przyjęty	3 000 000
umiejętności	1 500 000	kapitał intelektualny wytworzony	–
doświadczenie	1 000 000	kapitał doświadczenia	1 000 000
B. Aktywa marketingowe	1 000 000	β. Kapitał relacji z otoczeniem	1 000 000
reklama masowa	800 000	kapitał relacji z klientami	1 000 000
sponsoring sportu i kultury	200 000		
Tradycyjne aktywa	95 000 000	Tradycyjne pasywa	95 000 000
lokaty	90 000 000	kapitał własny	15 000 000
środki pieniężne	5 000 000	rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	80 000 000
Suma aktywów	100 000 000	Suma pasywów	100 000 000

W okresie obrachunkowym wystąpiły następujące operacje gospodarcze:

- zakład ubezpieczeń pozyskał do pracy nowego wykwalifikowanego pracownika Pana Kowalskiego, który do swojego CV załączył następujący bilans wiedzy osobistej:

Wykwalifikowany pracownik Kowalski bilans wiedzy osobistej			
Aktywa		Pasywa	
Kompetencje	300 000	Źródła finansowania kompetencji	300 000
wiedza	100 000	kapitał intelektualny własny	210 000
umiejętności	110 000	kapitał intelektualny obcy	–
doświadczenie zawodowe (5 lata)	90 000	kapitał doświadczenia	90 000
Suma aktywów	300 000	Suma pasywów	300 000

- zlecono kolejną kampanię promocyjną zakładu ubezpieczeń i jego produktów w rozgłośni radiowej za kwotę 1 000 000 zł – reklamy zostały wyemitowane na antenie, co wynika ze szczegółowego raportu otrzymanego od stacji radiowej,
- otrzymano fakturę handlową od spółki prowadzącej rozgłośnię radiową za usługę reklamową na kwotę 1 000 000 zł,
- zapłacono fakturę handlową za kampanię promocyjną o wartości 1 000 000 zł,
- przypisano i zainkasowano składki ubezpieczeniowe z umów zawartych w zakładzie ubezpieczeń 1 500 000 zł,





- 6) wypłacono odszkodowania i świadczenia z ubezpieczeń bezpośrednich 200 000 zł,  
 7) ujęto koszty własne funkcjonowania zakładu ubezpieczeń 100 000 zł,  
 8) zapłacono koszty własne funkcjonowania zakładu ubezpieczeń 100 000 zł,  
 9) ustalono wynik finansowy.

Należy otworzyć konta księgowe, ująć na nich operacje gospodarcze oraz przygotować bilans pełny na zakończenie okresu obrachunkowego. Zestawienie obrotów i sald dla uproszczenia można pominąć.

Rozwiązanie<sup>3</sup>

901. Aktywa kompetencyjne - wiedza		902. Aktywa kompetencyjne - umiejętności		903. Aktywa kompetencyjne - doświadczenie	
Sp	1500	Sp	1500	Sp	1 000
(1a)	100	(1b)	110	(1c)	90
	1600		1610		1090
	-		-		-
	1600 Sk		1610 Sk		1090 Sk
911. Kapitał intelektualny - przyjęty		912. Kapitał intelektualny - wytworzony		913. Kapitał intelektualny - kapitał doświadczenia	
	3000 Sp		- Sp		1000 Sp
	210 (1d)		-		90 (1e)
	-	Sk	-	Sk	-
Sk	3210			Sk	1090
923. Aktywa marketingowe - reklama masowa		924. Aktywa marketingowe - sponsoring sportu i kultury		931. Kapitał relacje z klientami	
Sp	800	Sp	200		1000 Sp
(2)	1000		200		1000 (2)
	1800		-	Sk	-
	-		200 Sk	Sk	2000
	1800 Sk				
131. Rachunek bieżący		Zespół 0. Lokaty		801. Kapitał zakładowy	
Sp	5000	Sp	90 000		15 000 Sp
(5)	1500		90 000		-
			-	Sk	15 000
			90 000 Sk		
	6500				
	1300				
	5200 Sk				
Zespół 2. Rozrachunki		Zespół 4. Koszty według rodzajów		811, 831, 833, 835, 836. Rezerwy	
(4)	1000	(3)	1000		80 000 Sp
(7)	100	(7)	100		-
	1100		1100	Sk	80 000
	-		-		
	-		-		
700. Składki przypisane brutto		600. Wypłacone odszkodowania i świadczenia brutto		860. Wynik finansowy 861 Wynik techniczny ubezpieczeń	
(9a)	1500	(6)	200	(9b)	200
	1500		200		1100
	-		-	Sk	1300
	-		-		200
	-		-		1500

<sup>3</sup> Zapis na kontach ze względów edytorskich jest ograniczony do tys. zł.

Zakład Ubezpieczeń „ABC” S.A. bilans pełny (01.01.20X1)			
Aktywa		Pasywa	
A. Aktywa kompetencyjne	4 300 000	α. Kapitał intelektualny	4 300 000
wiedza	1 600 000	kapitał intelektualny przyjęty	3 210 000
umiejętności	1 610 000	kapitał intelektualny wytworzony	–
doświadczenie	1 090 000	kapitał doświadczenia	1 090 000
B. Aktywa marketingowe	2 000 000	β. Kapitał relacji z otoczeniem	2 000 000
reklama masowa	1 800 000	kapitał relacji z klientami	2 000 000
sponsoring sportu i kultury	200 000		
Tradycyjne aktywa	95 200 000	Tradycyjne pasywa	95 200 000
lokaty	90 000 000	kapitał własny	15 000 000
środki pieniężne	5 200 000	wynik finansowy	200 000
		rezerwy techniczno-ubezpiecze- niowe	80 000 000
Suma aktywów	101 500 000	Suma pasywów	101 500 000

Rachunek zysków i strat za 20X1 rok (ogólny + techniczny):

+ przychody	1 500 000,
– koszty	1 300 000,
w tym:	
– odszkodowania	200 000,
– koszty reklamy	1 000 000,
– koszty własne funkcjonowania ZU	100 000,
= wynik finansowy	+ 200 000.

## WNIOSKI

Oddolnemu powstawaniu gospodarki opartej na wiedzy powinna towarzyszyć refleksja nad sposobem funkcjonowania zakładów ubezpieczeń, a szczególnie ich systemem zarządzania oraz rachunkowości. Artykuł dowodzi, że merytoryczna dyskusja naukowa w tym obszarze jest możliwa. W celu jej zainicjowania sformułowano zarys systemu rachunkowości zakładów ubezpieczeń obejmujący nowe elementy sprawozdawcze.

W dobie dojrzałej gospodarki opartej na wiedzy elementami rachunkowości zakładów ubezpieczeń powinno być: identyfikacja zasobów kapitału intelektualnego typowych dla tego sektora, ich wycena, a następnie ujawnianie ich na kontach księgowych oraz we właściwej pozycji sprawozdania finansowego. Wiedza, umiejętności oraz doświadczenie z zakresu ubezpieczeń, finansów, rachunkowości, zarządzania i sprzedaży to rdzeń kompetencji, bez którego nie jest możliwe funkcjonowanie żadnego zakładu ubezpieczeń. Wykwalifikowani pracownicy zakładu ubezpieczeń muszą mieć praktycznie zorientowaną wiedzę na temat ubezpieczeń, umów, składek, polis, ryzyka, reasekuracji, szkód, ich likwidacji, odszkodowań, a także przestępczości ubezpieczeniowej [Klapkiv 2015].

System rachunkowości zakładów ubezpieczeń powinien umożliwiać rejestrację przyrostu wartości ekonomicznej kompetencji oraz kapitału intelektualnego zbudowanego wokół tych pojęć. Teoria i praktyka rachunkowości zakładów ubezpieczeń powinny zatem wychodzić naprzeciw zagadnieniom aktywów niemających oraz kapitałów niefinansowych.

## Spis literatury

- DANKIEWICZ R. 2011: Monitoring ryzyka utraty należności w ubezpieczeniu kredytu kupieckiego, (w:) *Studia ubezpieczeniowe. Zarządzanie ryzykiem i finansami* (red.) J. Lisowski, *Zeszyt Naukowy* 182, s. 50–59.
- DANKIEWICZ R., KALANDYK A. 2013: Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej za produkt a proces zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, *Humanities and Social Science* 3, s. 9–18.
- DOBIJA M. 1997: Bilans i sprawozdanie o wartości dodanej w rachunkowości społeczno-ekonomicznej, *Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SKwP*, 40, s. 29–41.
- DOBIJA D. 2003: Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, *Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego*, Warszawa.
- DRUCKER P. 1999: *Społeczeństwo postindustrialne*, PWN, Warszawa.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z 22 października 2014 roku zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Dz.U. UE L 330/1, 15.11.2014).
- GABRUSEWICZ W., KOŁACZYK Z. (red.) 2006: *Rachunkowość finansowa. Część II. Zaawansowana, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce*, Warszawa.
- HOUSEL T.J., RODGERS W. 2009: Measures for Organizations Engaged in a Knowledge Economy, *Journal of Intellectual Capital* 3, s. 341–353.
- JARUGOWA A., FIJAŁKOWSKA J. 2002: *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym*, ODDK, Gdańsk.
- KLAPKIV Y. 2013: Ekonomichni determinanty katastrofichnyx ryzykiv [Economic determinants of catastrophic risks], *Ukrainian Science: Past, Present, Future* 18 Ternopil, 61–67 [in Ukraine].
- KLAPKIV Y. 2015: The Use of Financial Risks Insurance to Launder Financial Resources in Ukraine, *Wiadomości Ubezpieczeniowe* 4 (59), s. 125–131.
- KATA R., ROGOWSKI J. (red.) 2008: *Wybrane problemy rachunkowości finansowej*, wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- MESSNER Z., PFAFF J. 2007: *Rachunkowość finansowa. Część I. Podstawy rachunkowości*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- NIEMCZYK L. 2013: *Rachunkowość finansowa aktywów kompetencyjnych i kapitału intelektualnego*, Nowy dział rachunkowości, Pacioli Institute, Rzeszów.



- NIEMCZYKL. 2015: Kapitał intelektualny w księgach rachunkowych oraz sprawozdawczości przedsiębiorstw, wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- RODGERS W. 2007: Problems and Resolutions to Future Knowledge-based Assets Reporting, *Journal of Intellectual Capital* 2, s. 205–215.
- The International Integrated Reporting Council, 2013, The International <IR> Framework, available at [www.theiirc.org](http://www.theiirc.org).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. 1964 nr 16, poz. 93).
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 2013, poz. 330).
- Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. 2015, poz. 1844).
- WALA F. 2005: Finanse zakładów ubezpieczeń. Wybrane zagadnienia, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.

### **BASIC PRINCIPLES OF INTELLECTUAL CAPITAL ACCOUNTING FOR INSURANCE COMPANIES**

**Abstract.** This article attempts to describe the basics of intellectual capital accounting for insurance companies. It seems that in the era of knowledge-based economy the most important resources of insurance companies are knowledge, skills, experience and relationships with the environment. Traditional accounting and reporting ignores these resources. The article presents the basic tools of accounting for non-financial capital and one example of its use.

**Key words:** accounting, financial statements, intellectual capital, insurance company

